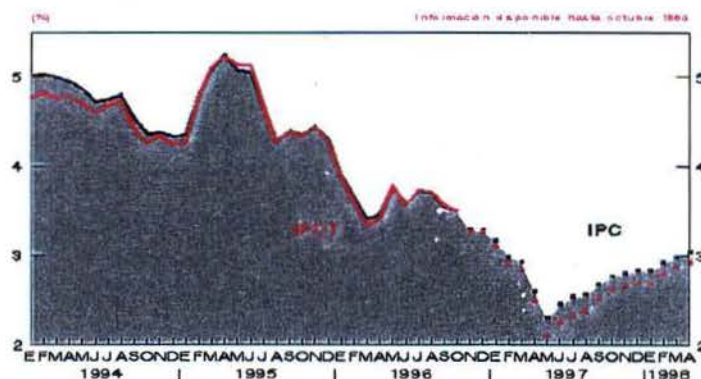


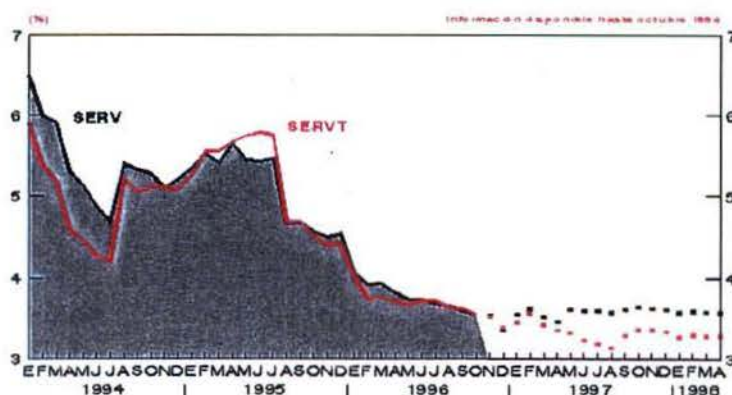


LOS "IPC TRANSITORIOS" EUROPEOS. EL OBJETIVO DE MAASTRICHT Y
LA ADAPTACIÓN DE LOS AGENTES ECONÓMICOS A LAS NUEVAS EXPECTATIVAS
DE INFLACIÓN EN ESPAÑA

Crecimiento anual acumulado en el índice de precios al consumo general (IPC) y
el índice de precios al consumo transitorio (IPCT)^(*)



Crecimiento anual acumulado en los índices de precios al consumo del componente de
servicios (SERV) y de servicios transitorio (SERVT)^(*)



Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico
Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía
UNIVERSIDAD CARLOS III



Price Waterhouse



Resumen (Continuación)

El cumplimiento de inflación establecido en el tratado de Maastricht se evaluará sobre los "IPC armonizados" que empezarán a publicarse en 1997. Una aproximación a ellos se encuentra en los "IPC transitorios" que sólo durante 1996 está publicando Eurostat. Estos índices excluyen del IPC determinados precios con el fin de que resulten unos índices más homogéneos que faciliten la comparación de las tasas de inflación entre distintos países. A partir de las predicciones disponibles en cada país sobre el crecimiento anual medio del IPC en 1997 se pueden aproximar predicciones para los correspondientes "IPC transitorios", que previsiblemente tendrán un comportamiento similar a los "IPC armonizados", que serán los realmente determinantes para el objetivo de Maastricht. Con ello se estima que este objetivo consistirá en no superar una tasa de inflación entre el 3.1 y 3.2%. Para la economía española es posible construir la serie histórica (de forma aproximada) del IPC transitorio y obtener predicciones directas de dicho índice. El crecimiento anual medio en 1997 se predice en el 2.68%, con lo que se tiene más de un 60% de probabilidades de cumplir el objetivo de Maastricht.

Como se viene señalando en los números anteriores del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO, con posterioridad a 1997 el objetivo de inflación a medio plazo que establezca el Banco de España tendrá que consistir en converger a la tasa de inflación europea que puede situarse sobre el 2.3%. Este objetivo no es inalcanzable, pero actualmente existen todavía problemas importantes para lograrlo. En este contexto, dadas las mejoras mencionadas al principio de este resumen sobre las expectativas de inflación española, el Banco de España podrá en lo que resta de 1996 bajar su tipo de interés de referencia, pero debido a que las proyecciones para 1998 se sitúan sobre el 3%, superando claramente la inflación europea prevista, tal reducción será moderada, quizás entre 25 y 40 puntos básicos. El obstáculo que puede considerarse más importante para alcanzar con prontitud la convergencia inflacionista con Europa radica en la lentitud con que los agentes económicos están asimilando que las expectativas de inflación a corto y medio plazo en la economía española no superan el 3%. Tal lentitud en una formación adecuada de expectativas provoca que los empresarios y trabajadores no estén trasladando en las estrategias de generación de beneficios y en los procesos de negociación salarial comportamientos consecuentes con tales expectativas. Las posibles bajadas del tipo de interés de referencia del Banco de España durante 1997 dependerán en buena medida de que se materialicen adecuadamente estos cambios en el comportamiento de los agentes económicos.

El crecimiento mensual del IPC en noviembre de 1996 se predice en el 0.06% -en 1995 fue del 0.26%-, formado por un crecimiento del 0.09% en el IPSEBENE (0.12% en 1995), del 0.38% en el índice ANE (1.29% en 1995) y una caída del 0.70% en el índice ENE (en 1995 hubo una subida del 0.26%).

NOVEDADES EN EL BOLETÍN DE IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO

- En este mes se abre una nueva sección sobre **TRABAJOS DE INVESTIGACIÓN DE INTERÉS PARA LOS ANALISTAS DE LA COYUNTURA ECONÓMICA**.
- El acceso a la versión del BOLETÍN en Internet pasa a ser ya por suscripción. Aquellas personas que realicen la suscripción para 1997 tendrán acceso al directorio BOLETÍN en Internet desde el momento en que se reciba la suscripción.
- La versión en Internet del BOLETÍN incluye las series históricas de precios del IPC e IPC transitorio y sus respectivos componentes básicos.

I. EVALUACIÓN DE LAS INNOVACIONES EN LOS DATOS DEL IPC DE OCTUBRE DE 1996

El IPC de octubre creció un 0.14% frente a una predicción del 0.29%. Un error similar se produjo en el IPSEBENE. Con ello mejoran las expectativas de inflación.

El índice de precios al consumo de servicios (SERV) creció (0.16%) muy de acuerdo con lo previsto (0.21%). El índice SERV tiende a proyectarse sobre el 3.6% en 1997 y 1998, siendo el componente más inflacionista del IPC.

En el índice de precios de consumo y bienes elaborados (AE) se ha producido casi una compensación entre los errores (al alza) en los precios de los aceites con los errores (a la baja) en el resto de los precios. Pero sólo estos últimos tienen repercusiones a medio plazo, con lo que el índice AE se proyecta con tasas inferiores al 2% en 1998.

El índice de precios al consumo en el mes de octubre ha registrado un crecimiento mensual del 0,14% frente a una predicción de 0,29% (cuadro 1). En el índice de precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) se ha observado un crecimiento de 0,16% frente a una predicción de 0,28%. Los errores de predicción en el IPC e IPSEBENE son similares, pues en los índices de precios de los alimentos no elaborados (ANE) y de bienes energéticos (ENE), que junto con el IPSEBENE componen la totalidad del IPC, se han producido errores cuyos efectos se cancelan entre sí.

Dentro de los componentes del IPSEBENE, el índice de precios al consumo de servicios (SERV) se ha comportado (0,16%) muy de acuerdo con lo previsto (0,21%). Esto ha sido así en todos los grandes grupos que configuran el índice SERV. De este modo, el índice de precios correspondiente a restauración, hostelería y turismo ha evolucionado de acuerdo con su estructura estacional y ha descendido un 0,14% frente a una caída prevista del 0,12%. Igualmente los precios correspondientes a "enseñanza universitaria" han registrado su correspondiente subida estacional que este año ha sido del 4,44%, frente a una previsión del 4,5%, construida a partir de los datos disponibles sobre las tasas que estaban aplicando las universidades. Los precios de correos y teléfono se han mantenido estables, casi igual ha ocurrido con los precios del grupo de transporte que descendieron el 0,01 frente a una predicción de subida del 0,03 y los restantes precios, servicios médicos, enseñanza, cultura y esparcimiento subieron un 0,4% frente a una predicción de 0,48%.

Con ello, las expectativas sobre el índice SERV apenas cambian sobre las estimadas en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO del mes anterior. En concreto se predice ahora un crecimiento acumulado anual en el índice SERV de 3,36% para diciembre de 1996 y del 3,61% en diciembre de 1997 con tendencia a mantenerse en ese nivel a lo largo de 1998. Con esto el sector de servicios se continúa proyectando como el sector más inflacionista.

Los alimentos elaborados han tenido un comportamiento (0,03%) bastante próximo al previsto (0,10%), pero con un comportamiento interno distinto. Así, los precios al consumo de los aceites y grasas crecieron más de lo previsto, mientras que los restantes bienes tuvieron un comportamiento global de estabilidad de precios frente a una tasa de crecimiento mensual prevista del 0,12%. El error en los precios de los aceites y de las grasas simplemente indica un cierto desfase temporal entre la evolución a la baja prevista para esos precios frente a la que realmente ha experimentado este mes. Esto no tiene efectos a largo plazo, sino solamente pequeñas repercusiones en las oscilaciones del índice AE en los próximos meses. Por el contrario, lo observado para el

Componente innovador (errores de predicción) en los datos de precios				Cuadro 1
Indices de Precios al Consumo (IPC)	Crecimiento observado en el mes de octubre	Predicciones con información hasta septiembre	Intervalos de confianza(*)	
(1) AE (17,47%)	0.03	0.10	± 0,22%	
(2) MAN (32,88%)	0.23	0.46	± 0,18%	
BENE [1+2] (50,35%)	0.15	0.33		
(3) SERV(30,64%)	0.16	0.21	± 0,21%	
IPSEBENE [1+2+3] (80,99%)	0.16	0.28		
(4) ANE (11,88%)	-0.80	0.19	± 1,26%	
IPCNE [1+2+3+4] (92,88%)	0.04	0.27		
(5) ENE (7,12%)	1.38	0.60		
IPC [1+2+3+4+5] (100%)	0.14	0.29	± 0,15%	
(*) Al 80% de significación.				

COMPONENTES BASICOS	AGREGADOS SOBRE LOS COMPONENTES BASICOS		
(1) AE (Precios al consumo de alimentos elaborados; 17,47%) (2) MAN (Precios al consumo de manufacturas; 32,88%) (3) SERV (Precios al consumo de servicios; 30,64%) (4) ENE (Precios al consumo de bienes energéticos; 7,12%) (5) ANE (Precios al consumo de alimentos no elaborados; 11,88%)	BENE (Precios al consumo de bienes elaborados no energéticos; 50,35%)	IPSEBENE (Precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos; 80,99%)	IPC(R) (IPC reducido en el que se excluye los precios de los alimentos no elaborados; 88,12%)
$IPC = 0,1747 AE + 0,3288 MAN + 0,3064 SERV + 0,0712 ENE + 0,1188 ANE$			

Fuente: INE y elaboración propia
Fecha de elaboración: 14 de noviembre de 1996.

resto de precios incluidos en este índice supone una mejora de unas dos décimas de punto porcentual en la predicción a corto (1996) y medio plazo (1997-1998) del índice AE. Este índice se proyecta hacia 1998 con tasas algo inferiores al 2%.

Los precios al consumo de las manufacturas (MAN) excepto los automóviles se han comportado según lo previsto. Los precios de los automóviles han crecido menos de lo esperado, lo que mejora las expectativas del índice MAN, que se sitúan sobre el 3% en 1997 y 1998.

El índice de precios al consumo de las manufacturas (MAN), que junto con AE y SERV forman el IPSEBENE, ha experimentado un crecimiento mensual del 0,25% frente a una predicción del 0,46%. El grupo de precios casi por completo responsable de esta discrepancia ha sido el de los automóviles. Los demás componentes del índice de manufacturas han registrado unas tasas de crecimiento muy próximas a las previstas. Esta mejora en los precios de los automóviles tiene efectos a corto y también a medio plazo, reduciendo en medio punto porcentual sus tasas anuales medias para 1997 y 1998. Esto supone una mejora para todo el índice de manufacturas, para el que se prevé un crecimiento acumulado anual del 2,67% en diciembre de 1996. Los crecimientos anuales medios para este índice MAN en 1996, 1997 y 1998 se predicen en 3,24%, 2,94 y 3,15%, respectivamente.

El índice de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE) creció menos de lo esperado y mejoran sus expectativas a corto y medio plazo. Sus tasas de crecimiento anual medio en 1996 y 1997 se estiman en 3,02 y 2,26%, respectivamente.

El índice de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE) ha descendido en octubre un 0,80 en tasa mensual frente a una previsión de crecimiento del 0,19% (cuadro 1). Los descensos en los precios de las frutas y las legumbres han sido de magnitud similar a la prevista, pero el descenso en el índice de las carnes ha sido mayor del esperado. Los restantes componentes también han tenido un comportamiento algo mejor en relación a sus correspondientes predicciones. Con ello se revisan a la baja las predicciones del índice ANE para 1996 y 1997. Estas predicciones para 1996 son de un crecimiento acumulado anual del 3,56% en diciembre y de un crecimiento anual medio de 3,02%. Estas mismas tasas de crecimiento para 1997 se predicen en 3,48 y 2,26%, respectivamente.

En resumen, no solamente el IPC se ha comportado en octubre mejor que lo previsto, sino que su composición ha favorecido también una mejora en las expectativas de inflación.

II. PREDICCIONES DE INFLACIÓN PARA 1996, 1997 Y 1998.

La tasa de crecimiento anual del IPSEBENE se prevé que a partir de febrero de 1997 no superará el 2,8%. En 1998 podría alcanzar un nivel medio del 3%.

Las predicciones a corto y medio plazo en el IPSEBENE mejoran algo más de una décima de punto porcentual. Así, para diciembre de 1996, se prevé un crecimiento acumulado anual del 3,30% - 3,16% en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO anterior - y 2,84% para diciembre de 1997. Los crecimientos anuales medios para cada uno de esos años se predicen en 3,57% y 2,75, respectivamente (véase cuadro 2 y gráfico 1). Es decir, a lo largo de 1997 el IPSEBENE se sitúa sistemáticamente en tasas de crecimiento anual que no superan el 2,8%, pero con tendencia a alcanzar un nivel medio del 3% en 1998.

Cuadro 2

indicador retrasado⁽¹⁾

CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC ⁽¹⁾																	
Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T_{12}^1)																	
	Tasa	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Med96/ Med95(2)	Med97/ Med96(3)	Med98/ Med97(4)	
IPSEBENE* (Servicios y bienes elaborados no energéticos sin el componente de Aceites y Grasas) (79,89%)	1995	4.39	4.54	4.55	4.85	4.83	4.91	4.96	4.65	4.60	4.50	4.39	4.35	3.33	2.94	3.00	
	1996	3.82	3.79	3.76	3.50	3.37	3.28	3.23	3.29	3.15	2.96	2.97	2.90				
	1997	3.03	2.93	2.85	2.85	2.93	2.94	2.95	2.85	2.93	3.01	2.99	2.99				
IPSEBENE (Servicios y bienes elaborados no energéticos) (80,99%)	1995	4.52	4.74	4.75	5.07	5.09	5.19	5.24	4.94	4.91	4.86	4.77	4.77	3.65	2.75	3.00	
	1996	4.27	4.23	4.20	3.91	3.74	3.61	3.54	3.58	3.41	3.18	3.14	3.04				
	1997	3.09	2.80	2.64	2.60	2.67	2.69	2.72	2.64	2.73	2.81	2.80	2.80				
IPC (Índice de precios general) (100%)	1995	4.36	4.82	5.08	5.24	5.07	5.06	4.67	4.29	4.38	4.35	4.44	4.32	3.57	2.73	3.05	
	1996	3.88	3.66	3.42	3.46	3.78	3.59	3.72	3.71	3.56	3.51	3.30	3.28				
	1997	3.17	2.99	2.94	2.61	2.31	2.46	2.54	2.58	2.69	2.78	2.81	2.84				

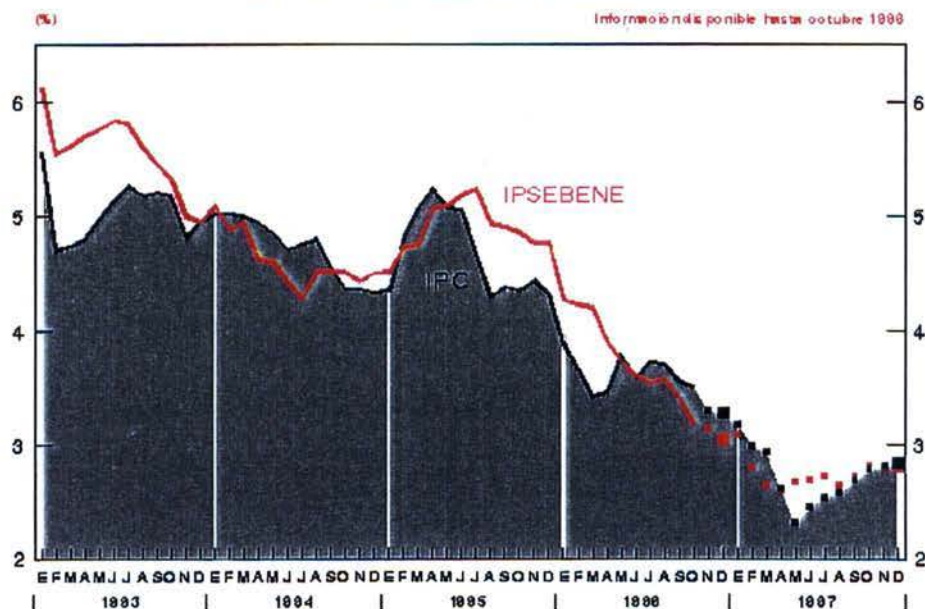
* La tasa T_{12}^1 normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.

(1) A partir de noviembre de 1996 los datos son predicciones; (2) Crecimiento del nivel medio de 1996 sobre 1995; (3) Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre 1996. (4) Crecimiento del nivel medio de 1998 sobre el nivel medio de 1997

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
 Fecha de elaboración: 18 de noviembre de 1996

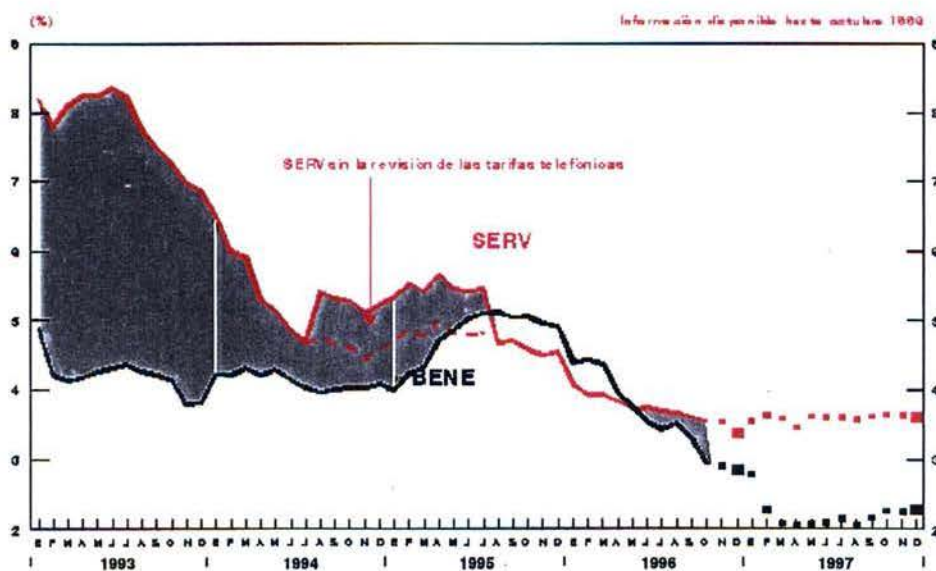
Panel A

Indice de Precios al Consumo (IPC) e
Indice de Precios de Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos (IPSEBENE)
Crecimiento acumulado en doce meses



Panel B

Crecimiento anual acumulado (T^1_{12}) en los índices de precios al consumo de:
BENE (bienes elaborados no energéticos) y de SERV (servicios) (*)



Cuadro 3

CRECIMIENTOS MENSUALES DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO ⁽¹⁾

Concepto (*)														DIC96	DIC97
		E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	DIC95(2)	D96(3)
IPSEBENE* (Servicios y bienes elaborados no energéticos sin el componente de Aceites y Grasas) (79.89%)	1995	0.93	0.48	0.44	0.55	0.27	0.27	0.20	0.14	0.31	0.34	0.09	0.25		
	1996	0.41	0.46	0.41	0.30	0.14	0.18	0.15	0.21	0.17	0.15	0.09	0.19	2.90	2.99
	1997	0.53	0.36	0.34	0.30	0.23	0.18	0.16	0.11	0.25	0.23	0.08	0.19		
IPSEBENE (Servicios y bienes elaborados no energéticos) (80.99%)	1995	0.95	0.60	0.47	0.58	0.30	0.29	0.20	0.16	0.32	0.38	0.12	0.29		
	1996	0.46	0.56	0.45	0.31	0.14	0.16	0.13	0.19	0.16	0.16	0.09	0.19	3.04	2.80
	1997	0.51	0.28	0.29	0.27	0.21	0.18	0.16	0.11	0.25	0.23	0.08	0.19		
IPC GENERAL (100%)	1995	1.04	0.49	0.58	0.53	0.03	0.10	0.02	0.28	0.40	0.18	0.26	0.32		
	1996	0.62	0.27	0.36	0.57	0.34	-0.08	0.14	0.28	0.24	0.14	0.06	0.30	3.28	2.84
	1997	0.52	0.09	0.30	0.25	0.05	0.06	0.21	0.32	0.35	0.23	0.09	0.33		

(*) En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general.

(1) A partir de noviembre de 1996 los datos son predicciones; (2) Crecimiento de diciembre de 1996 sobre diciembre de 1995; (3) Crecimiento de diciembre de 1997 sobre diciembre de 1996.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 18 de noviembre de 1996

Las predicciones del IPC durante 1996-1998 son más oscilantes que las del IPSEBENE debido al comportamiento previsto en los índices ANE y ENE.

La tasa de crecimiento acumulado anual del IPC en diciembre de 1996 se prevé en el 3.28% y a lo largo de 1997, excepto en el mes de enero, no superará el 3%. El crecimiento anual medio previsto para 1998 es del 3.05%.

El cumplimiento del objetivo de inflación de Maastricht se evaluará sobre los IPC armonizados (IPCA) que empezarán a publicarse en 1997.

Las predicciones del IPC para el resto de 1996 y para el bienio 1997-1998 son algo más oscilantes que las estimadas para el IPSEBENE, debido a los comportamientos previstos para los índices ANE y ENE. Así, par el índice ANE se prevé que su tasa de crecimiento acumulado anual, que ha alcanzado un nivel medio del 4% en los últimos tres meses, descienda, con oscilaciones, a valores alrededor de cero en mayo-junio de 1997 y repunte de nuevo hacia un valor medio sobre el 4% en 1998. Para el índice ENE se prevé que su tasa de crecimiento anual pase del 6.69% en octubre de 1996 a valores sobre el 3.5% en el segundo cuatrimestre de 1997 y a valores sobre el 2% en 1998. Obsérvese que la predicción del índice ENE ha variado ligeramente sobre la dada en el avance distribuido por el fax el pasado día 14 de noviembre.

Con todo lo dicho las predicciones que se obtienen para el IPC son las siguientes. Su tasa de crecimiento acumulado anual, del 3.51% en octubre de 1996, descenderá al 3.30% en noviembre. Esto supondrá una revisión a la baja en la actualización oficial de las pensiones que se habían revalorizado con una previsión para el IPC del 3.5%. Para diciembre el crecimiento anual previsto es del 3.28%, es decir, por debajo de la predicción oficial del 3.5%. A principios de 1997 dicha tasa de crecimiento irá descendiendo hasta valores sobre el 2.4% en mayo-junio. Posteriormente entrará en una etapa de recuperación hasta alcanzar el 2.84% en diciembre de dicho año. Según estas predicciones se cumplirá el objetivo de inflación del Banco de España de no superar el 3% a lo largo de 1997. De hecho, de acuerdo con las predicciones recogidas en el cuadro 2, el valor del 3% sólo se superará en enero (3.17%). Para 1998 se predice un crecimiento anual medio del IPC del 3.05%. Las implicaciones de estas predicciones en el cumplimiento del objetivo de Maastricht y en los movimientos de tipos de interés que pueda ejercitar el Banco de España se tratan en las secciones siguientes.

Para noviembre de 1996 se predice un crecimiento mensual del 0.06% en el IPC, formado por un crecimiento del 0.09% en el IPSEBENE, del 0.38% en el índice ANE y una caída del 0.70% en el índice de precios energéticos. En noviembre de 1995 el IPC subió un 0.26% con un incremento positivo en la energía (0.26%) y superior al 1% en el índice ANE (1.29%).

III. LOS IPC TRANSITORIOS Y LOS IPC ARMONIZADOS. EL IPC TRANSITORIO ESPAÑOL^(*).

A partir de enero de 1997 Eurostat publicará los índices de precios al consumo armonizados (IPCA) para los países miembros de la UE y sobre dichos índices se analizará si estos países cumplen con el objetivo de Maastricht. El reglamento para la elaboración de los IPCA se publicó el pasado día 10 de septiembre en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, págs. L 229/3-229/10.

*Los IPCA difieren de los IPC por:
(1) los artículos que incluyen y (2)
por aspectos metodológicos.*

*En 1996 y sólo durante este año se
están publicando los IPC transitorios
(IPCT), que difieren de los IPC
solamente porque excluyen de éste
ciertos bienes y servicios.*

*Los IPCA suponen una ruptura sobre
los IPC y la predicción de su tasa de
crecimiento en 1997 está sujeta a
mayor incertidumbre.*

*La evolución de los IPCA será más
similar a la de los IPCT. El estudio
actual de los IPCT puede servir para
adelantar el comportamiento de los
IPCA.*

Los IPCA diferirán de los IPC actuales, que en lo sucesivo denominaremos IPC simplemente, en cuanto a los bienes y servicios incluidos en el cálculo de dichos índices y en cuanto a la metodología empleada para su confección. Mientras tanto, durante 1996 se están publicando, pero dejarán de publicarse al acabarse este año, los IPC transitorios (IPCT). Estos difieren de los respectivos IPC simplemente en cuanto a los bienes y servicios que incluyen. Así, los IPCT excluyen de los correspondientes IPC determinados bienes y servicios, diferentes según los países, con el fin de que los IPCT de los países miembros sean más homogéneos entre sí. Los bienes y servicios excluidos son partidas de enseñanza, sanidad, viajes organizados, algunos gastos de vivienda en propiedad, los servicios financieros y los seguros. La exclusión se debe a que el nivel de participación de empresas nacionalizadas en la producción de esas partidas es muy diverso entre los países y a que el cálculo de los precios puede hacerse por procedimientos muy distintos, como los alquileres imputados a las viviendas en propiedad. En el caso español los bienes y servicios excluidos suponen el 8.7% del IPC.

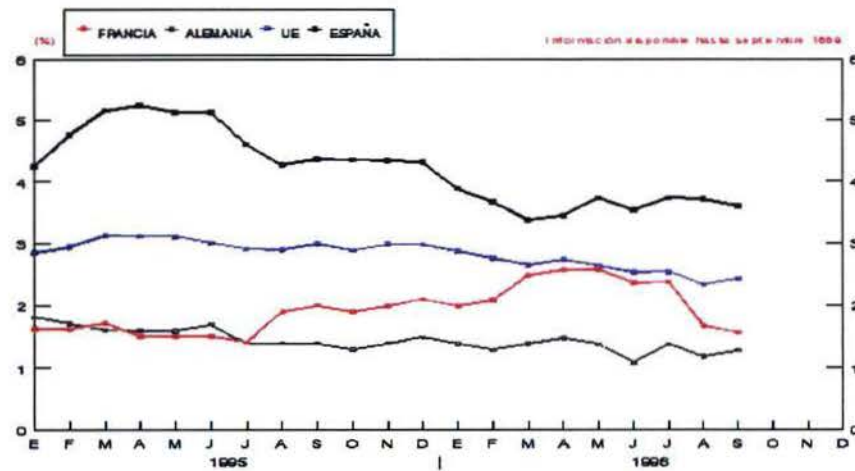
De lo dicho se desprende que las discrepancias entre las tasas de crecimiento del IPC y del IPCT se deben solamente a la evolución de los precios excluidos de este último índice. En la actualidad las tasas de crecimiento en España de los precios de los artículos eliminados son muy similares a las de los restantes artículos del IPC, con lo que las tasas del IPC e IPCT españoles son casi iguales (véase gráficos 2 y 7).

En los IPCA, que empezarán a publicarse en 1997, los bienes excluidos del IPC podrán diferir algo de los que actualmente se excluyen en el IPCT correspondiente y además, según el reglamento mencionado, podrán incluir artículos que no entran en el respectivo IPC. Estos artículos son los que el reglamento denomina "bienes y servicios recientemente significativos" y son bienes y servicios no incluidos hasta el momento en el IPCA y en los que el gasto de los consumidores es al menos el uno por mil del gasto cubierto por el IPCA en cuestión. Por tal motivo, los IPCA no sólo significarán una ruptura respecto los IPC, sino que podrán suponer también una ruptura, aunque mucho menor, respecto a los IPCT de 1996.

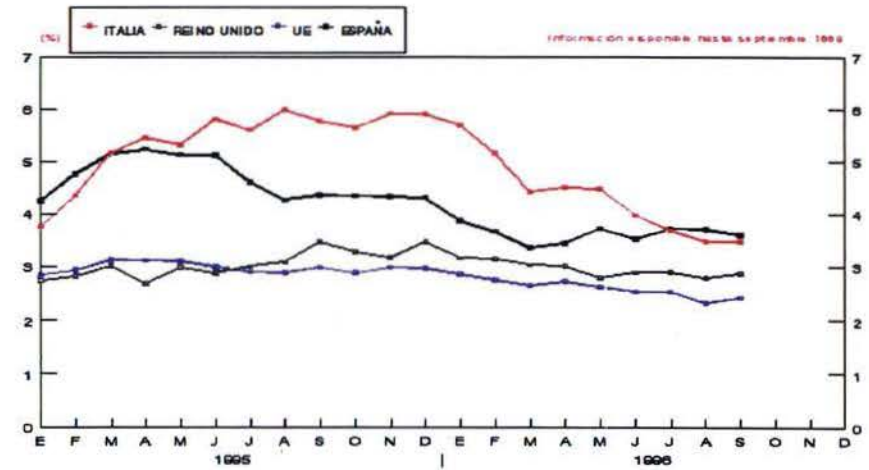
Además la metodología de los IPCA será, en general, distinta a la de los IPC, ya que el reglamento referido establece normas mínimas sobre procedimientos de ajuste de precios por cambio en la calidad de los artículos y normas mínimas sobre el muestreo o no disponibilidad de algún precio durante cierto tiempo, y explícita normas sobre el control de calidad que Eurostat ejercerá sobre los IPCA de los países miembros para asegurarse que se cumplen las normas mínimas anteriores. Es de esperar que los cambios metodológicos que cada país efectúe para obtener su IPCA no los aplique a su IPC, con lo que las discrepancias en el perfil de crecimiento de ambos índices en un país no sólo podrán deberse a los precios excluidos, sino a diferentes tratamientos metodológicos. Esto puede ser problemático. En todo caso

Gráfico 2

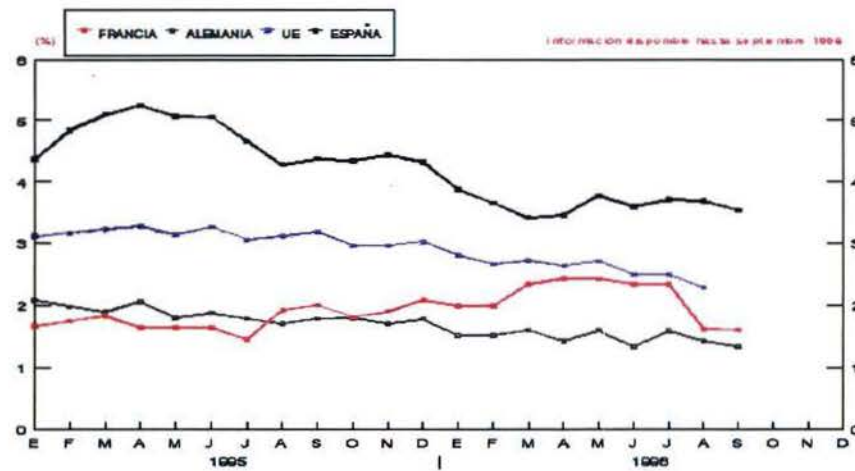
A.1 Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



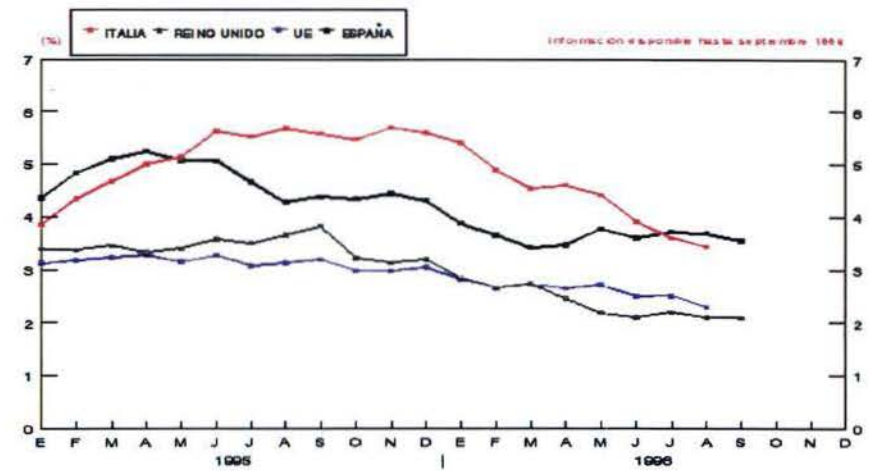
A2. Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



B1. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo



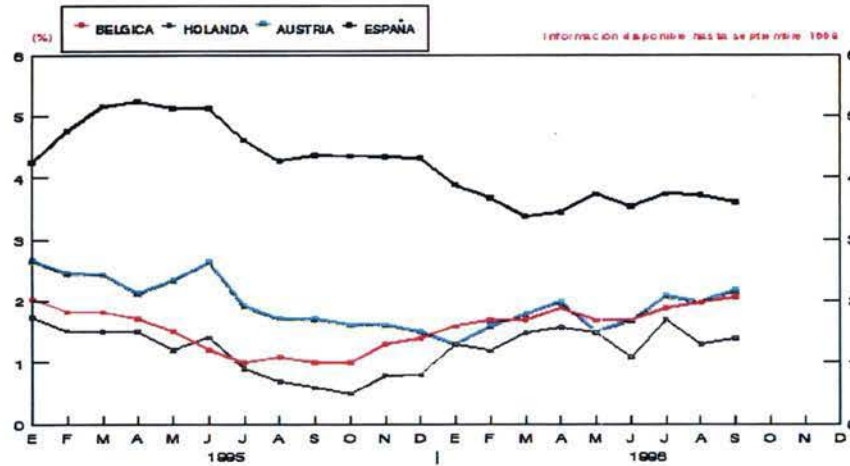
B2. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo



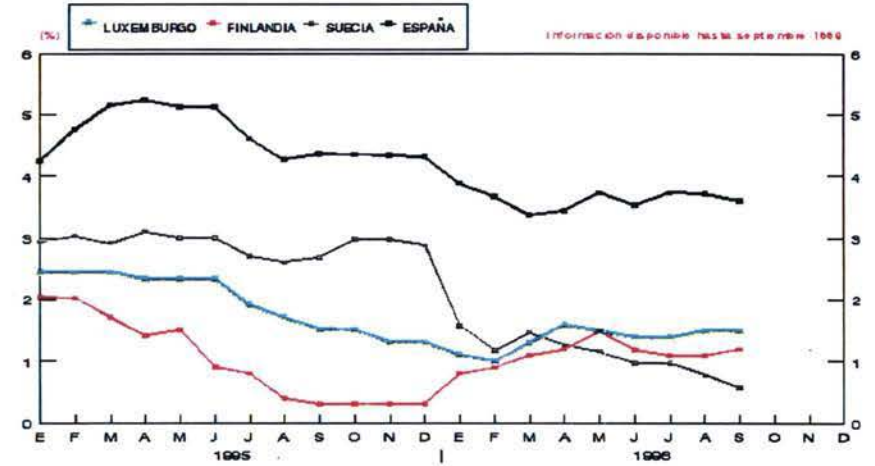
Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico.
Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 8 de noviembre de 1996

Gráfico 2 (Cont)

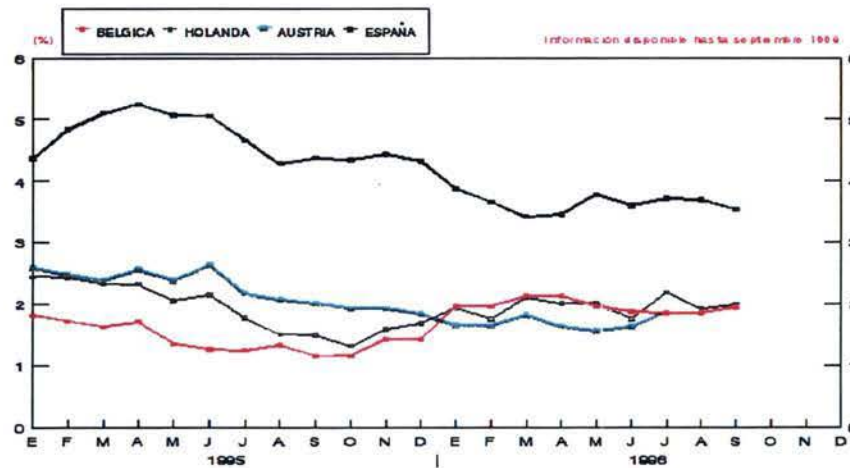
A3. Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



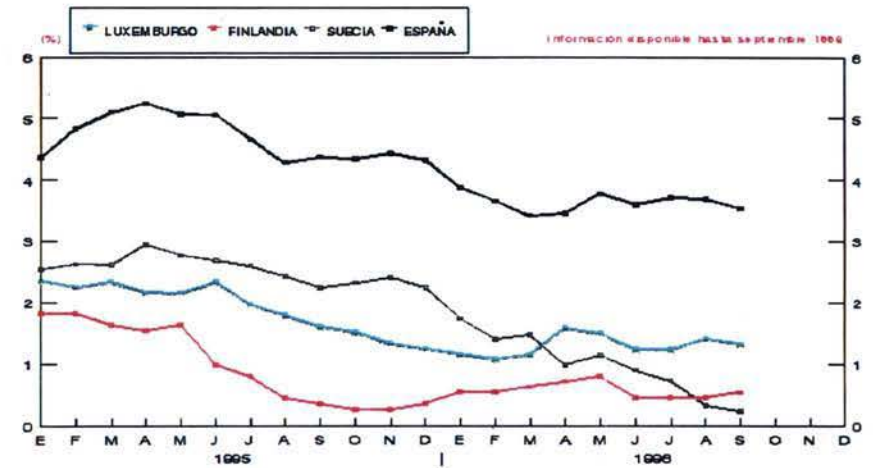
A4. Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



B3. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo



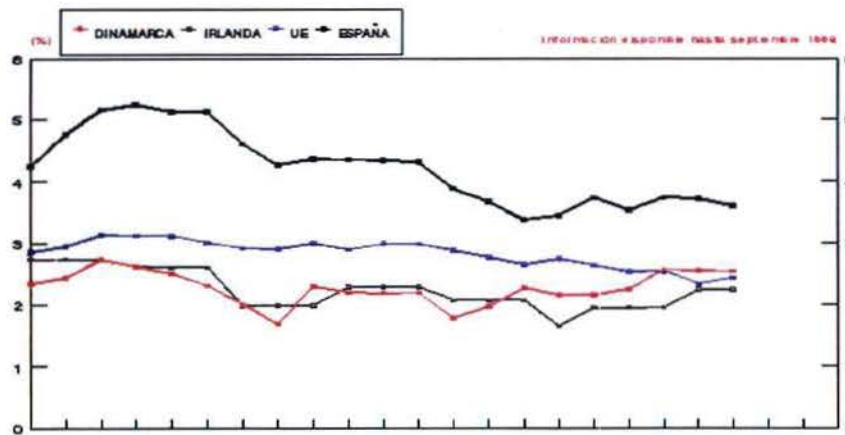
B4. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo



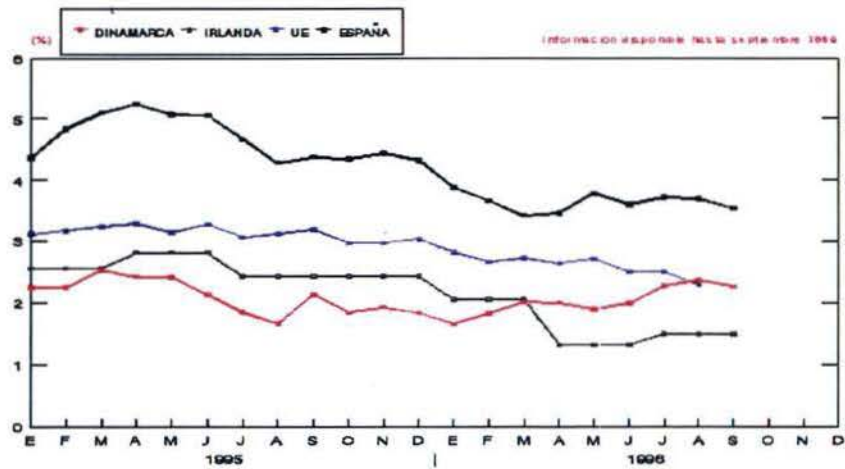
-Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico.
Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 8 de noviembre de 1996

Gráfico 2 (Cont)

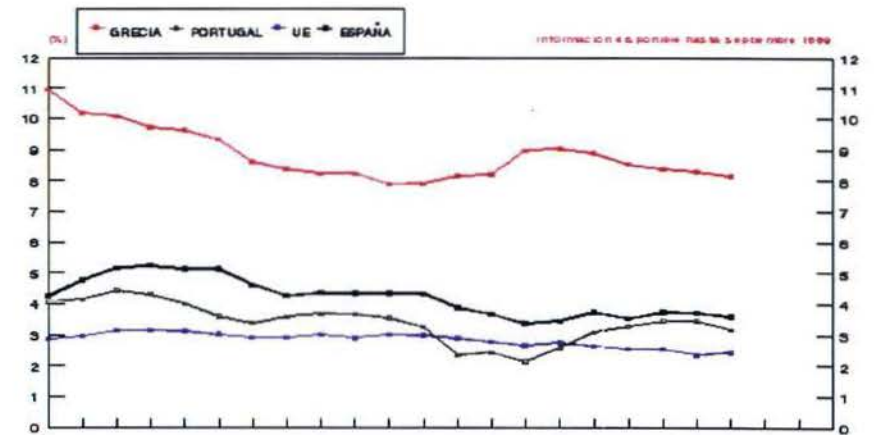
A5. Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



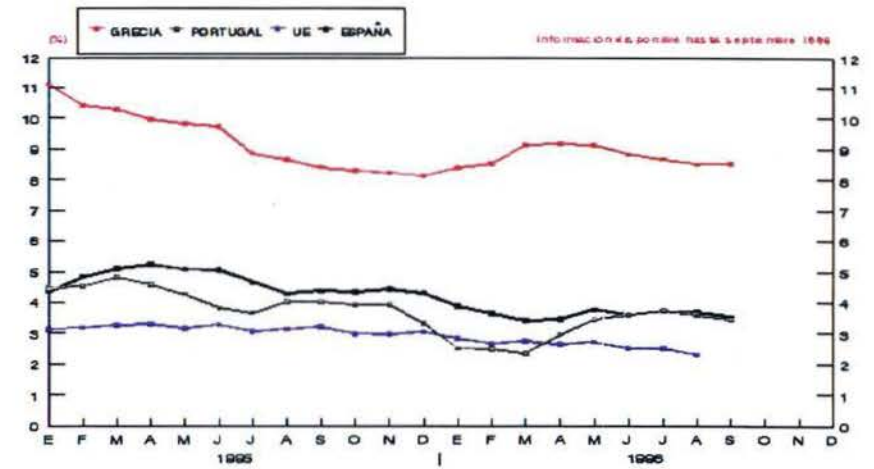
B5. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo



A6. Crecimiento acumulado anual de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



B6. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo



Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico.
Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 8 de noviembre de 1996

dificultará la predicción de los IPCA a partir de predicciones sobre los IPC. En consecuencia, la predicción de los IPCA durante 1997, para poder así adelantar el límite de inflación máxima que se permitirá para cumplir con el objetivo de Maastricht, estará sujeta a mayor incertidumbre que las predicciones de los IPC.

En la sección VI se construyen las series históricas aproximadas del IPCT español y sus componentes básicos. Se estiman modelos para cada una de ellas y se predicen sus comportamientos en 1997.

Dado que todavía no están definidos los IPCA de los países de la UE y dado que la evolución de éstos será más similar a la de los correspondientes IPCT que a la de los IPC, en la sección siguiente se analizan los IPCT europeos y sus predicciones para 1997. Asimismo, en la sección VI sobre temas metodológicos se construye una serie histórica aproximada del IPCT español y sus componentes básicos para compararlas con los correspondientes al IPC. A su vez, se disponen ya de modelos para predecir los componentes básicos del IPCT y así poder detectar también hacia el futuro qué divergencias de comportamiento se aprecian en las tasas de crecimiento del IPCT - en teoría más próximas a las que experimentará el IPCA - y las del IPC.

IV. PREDICCIÓN DE LOS IPC TRANSITORIOS Y LA PROBABILIDAD DE CUMPLIR EL OBJETIVO DE MAASTRICHT.

Para la mayor parte de los países europeos los IPC transitorios siguen una senda de crecimiento similar o inferior a la de sus correspondientes IPC habituales, con lo que se puede aplicar a aquéllos las predicciones que se disponen sobre éstos. Casos que merecen comentarios especiales son Suecia, Holanda y Luxemburgo.

Para la mayoría de los países europeos la evolución reciente del IPC transitorio y del IPC habitual es muy similar (véase gráfico 2) y por tanto se pueden aplicar a los índices transitorios las predicciones de consenso que en cada país se realizan sobre su correspondiente IPC. Tales predicciones las tomaremos de la revista Consensus Forecasts en su número del mes de noviembre de 1996. Para el Reino Unido e Irlanda los IPC transitorios tienen actualmente unas tasas más altas que sus correspondientes IPC habituales, por lo que se les pueden aplicar a los primeros las predicciones disponibles sobre los segundos, ya que con ello difícilmente se sesga a la baja la medida del objetivo de Maastricht. Países para los que resulta más difícil acomodar predicciones para sus IPC transitorios son: Luxemburgo, Suecia y Holanda. Sobre Luxemburgo la publicación mencionada no proporciona predicciones, por lo que de momento supondremos que su inflación en 1997 no influye en la determinación del objetivo de Maastricht. Suecia está experimentando en 1996 una caída fuerte de su nivel de inflación y la predicción de consenso para la media de este año es del 1.0%. Esa caída tiene una evolución regular motivada por la enorme moderación del gasto público en los presupuestos de 1996 y por la descentralización de la negociación colectiva en un país con un porcentaje alto de sindicación. No obstante, esta caída en la inflación durante 1996 viene también muy influenciada por el movimiento que la tasa acumulada anual experimentó en enero de 1996, debido a un descenso del IVA en la alimentación

del 21 al 12%. Esto último es un hecho puntual ocurrido en dicho mes, con lo que la inflación en Suecia tomará en 1997 valores claramente superiores a los actuales. Así parece que lo predicción de consenso para Suecia en la publicación referida, ya que todas ellas predicen para 1997 tasas bastante superiores a las de 1996, de modo que la predicción de consenso para 1997 se sitúa sobre el 1.8% (la predicción oficial del gobierno sueco es de 2.2%)^(*). La predicción de consenso sobre el IPC habitual parece, por todo lo dicho, trasladable al IPC transitorio. Finalmente para Holanda la tasa anual del IPC transitorio está sobre medio punto porcentual por debajo de su tasa del IPC habitual. Para éste la predicción de consenso en 1997 es de 2.4%, con lo que se puede de forma burda derivar una predicción de 1.8% para el IPC transitorio. Excluyendo, pues, Luxemburgo los tres países con menor inflación prevista según los IPC transitorios en la media de 1997 son Francia (1.7%), Finlandia (1.6%) y Alemania (1.8%), con lo que la media sería el 1.7% y el correspondiente límite para el objetivo de Maastricht el 3.2%. Si para Luxemburgo se supone que en 1997 va a mantener el valor medio de su tasa de crecimiento anual en los últimos cuatro meses (1.42%) se tiene que este país desplazará a Alemania en el grupo anterior y la media de los tres países menos inflacionistas de la UE en 1997 sería del 1.6% y el límite para el objetivo de Maastricht del 3.1%.

A partir de las predicciones de los IPC transitorios se puede decir que muy probablemente el límite para el cumplimiento del objetivo de Maastricht se establezca entre el 3 y 3.2%.

De todo lo anterior se puede concluir que el límite para el cumplimiento del objetivo de Maastricht es muy probable que se establezca entre el 3 y el 3.2%. Además, conviene señalar que si se excluye Grecia la inflación media prevista para la UE en 1997 es del 2.3%, con una dispersión entre el 1.4% y el 3.1%. Se puede decir, pues, que la inflación europea tiende a converger sobre el 2.3%, sin que al parecer existan ventajas para que un país se sitúe en tasas inferiores. De hecho hay autores que estiman que una tasa de crecimiento de los IPC actuales del 2% corresponde a una situación de precios estables, ya que los índices de precios al consumo recogen también las alzas en los precios debidos a las mejoras en calidad.

Los crecimientos anuales medios previstos en el IPC y en el "IPC transitorio" españoles para 1997 son de 2.73% y 2.58%, respectivamente, con lo que existe una probabilidad superior al 60% de cumplir con el objetivo de inflación de Maastricht.

El crecimiento anual medio del IPC en la economía española en 1995 fue del 4.67%, para 1996 se predice un 3.57% y para 1997, que es el valor relevante en el objetivo de Maastricht, un 2.73%. Como se ha indicado, en 1998 dicho crecimiento podría situarse en el 3.05%. Un crecimiento anual medio de 2.73% en el IPC armonizado en 1996 supondría, con una probabilidad superior al 60%, que se cumple con el criterio de Maastricht. En la sección VI se comenta que este crecimiento medio de 1997 en el IPC transitorio es inferior: 2.58%.

V. OBJETIVOS Y PROBLEMAS EN LA INFLACIÓN ESPAÑOLA DURANTE EL TRIENIO 1997-1999.

La sección anterior ha concluido apuntando que existe una probabilidad razonable de alcanzar el objetivo de inflación de Maastricht. Incluso se puede decir que esta probabilidad es mayor que la de alcanzar el objetivo de déficit público. Sobre los presupuestos de 1997 el lector interesado puede consultar el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO del pasado mes, págs. 15-21, donde se realiza un análisis riguroso y realista sobre los mismos. En lo referente a la cuestión de cuál de los dos objetivos, inflación y déficit público, es más probable que se acabe cumpliendo en la economía española, puede producirse bastante confusión debido a una cierta creencia muy generalizada. Según ésta, si a lo largo de 1997 el cumplimiento del objetivo del déficit público está realmente amenazado será posible aplicar medidas correctoras sobre el gasto y, quizás, incluso sobre los ingresos, y ciertamente se tendrá la posibilidad de realizar, si es necesario, una aplicación favorable de los criterios contables. Por el contrario, el criterio de inflación se evalúa sobre índices contruidos sobre precios tomados en los mercados y la posibilidad de actuar sobre ellos, si a lo largo de 1997 se ve amenazado el objetivo de inflación de Maastricht, queda, aparte de ciertas acciones sobre los precios administrados que son limitadas y tienen escasa repercusión en la tasa del IPC, reducida a nuevas acciones desde la política monetaria, cuyos efectos se transmitirían a los precios principalmente después de 1997. El margen de maniobra que se cree que existe sobre el déficit público es muchísimo menos real de lo que en algunos sectores se dice, pero si se produce un margen de acción en la evaluación del cumplimiento del objetivo del déficit por la aplicación de los criterios contables, será difícil que se niegue el cumplimiento del objetivo de inflación a un país que haya situado a lo largo de 1997 su tasa de inflación próxima al 3%, pero por debajo, y sobre el mismo existan predicciones de consenso de que dicha tasa va a continuar por debajo del 3% en 1998 y 1999. Es decir, si se cumple el objetivo de inflación para 1997 fijado por el Banco de España, también se cumpliría, según las predicciones discutidas en las secciones anteriores, con el objetivo de Maastricht, pero si manteniendo lo primero no se cumple lo segundo, difícilmente por este único motivo un país quedaría excluido de la UEM. La opinión que se intenta expresar en estas líneas es que para la economía española es más probable que se cumpla formal y literalmente con el objetivo de inflación que con el objetivo de déficit público y si el cumplimiento no es automático, sino que ha de resultar de una interpretación en el seno de la UE, será más fácil conseguir una interpretación favorable en cuanto al criterio de inflación siempre que se haya cumplido el objetivo del Banco de España que en cuanto al déficit público.

En la economía española es más probable que ese cumpla formal y literalmente con el objetivo de inflación que con el objetivo de déficit público.

En la economía española existe todavía un problema de inflación dado que para 1998 ésta se proyecta sobre el 3.05% y para Europa se espera una tasa media del 2.3%.

El nuevo objetivo de inflación a medio plazo consistirá en no superar el 2.5%. Este objetivo es factible pero con dificultades importantes para ser alcanzado.

Los índices ANE y ENE tendrán una contribución neutra a la tasa de crecimiento anual medio del IPC en 1998.

Para el trienio 1997-1999 el índice SERV se proyecta como el componente más inflacionista del IPC. Medidas para luchar contra la inflación en los servicios se comentaron en el BOLETÍN anterior.

De lo anterior no se desprende en absoluto que en la economía española no exista, internamente y en relación con otras economías europeas, todavía un problema de inflación. En efecto, en la sección II se señala que la tasa de inflación del IPC para la media de 1998 se predice en el 3.05%, es decir, tres décimas por encima de la media prevista para 1997. Por otra parte, la inflación europea tiende a valores sobre el 2.3%. Con estos datos, ¿cual puede ser el objetivo de inflación a medio plazo que fije el Banco de España para después de 1997, de modo que tal objetivo sea deseable y factible?

Independientemente de que se entre en la UEM el nuevo objetivo tendrá que ser la convergencia hacia la tasa de inflación europea, tal como se argumenta en el número 25 del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO. La formulación del objetivo podría consistir en situar la inflación española de forma estable por debajo del 2.5%. De acuerdo con las predicciones anteriores la probabilidad estimada de alcanzar dicho objetivo en 1998 es hoy en día pequeña, aunque ciertamente no es despreciable. Así pues, este objetivo puede contemplarse como factible pero todavía con dificultades importantes para ser alcanzado.

Para analizar dónde se sitúan estas dificultades conviene volver a las predicciones desglosadas del IPC comentadas en las secciones I y II. La primera cuestión a señalar es que las tasas de crecimiento anual medio para 1998 en el IPC e IPSEBENE apenas difieren entre sí, indicando que los precios de los alimentos no elaborados (ANE) y de los bienes energéticos (ENE) van a tener una contribución neutra a la tasa de crecimiento del IPC, en el sentido de que los índices ANE y ENE no modificarán prácticamente la tasas resultantes a partir de los componentes que configuran el IPSEBENE.

De estas últimas merecen especial atención, los precios de los servicios (SERV), para los que se predice una tasa de crecimiento anual medio del 3.57% en 1998. Este índice durante la última crisis económica redujo mucho su tasa de crecimiento acumulado anual que a finales de 1992 estaba en el 10% y la ha continuado reduciendo recientemente con el episodio de atonía en el crecimiento de la demanda interna que comenzó a mediados de 1995. El índice SERV ha sido el componente del IPC que más ha contribuido en los últimos cuatro años a que se redujera el diferencial de inflación con Europa, pero al mismo tiempo continúa siendo el componente más inflacionista del IPC y con tal característica se proyecta en el trienio 1997-1999. Las recomendaciones de medidas de política económica en este sector para reducir su inflación se comentaron en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO anterior, págs. 12 a 15.

Otras medidas anti-inflacionistas consisten en eliminar incentivos adversos y rigideces en el proceso de generación de beneficios empresariales y en las negociaciones salariales.

La lucha contra la inflación requiere cambios en el comportamiento de los agentes económicos que sean consecuentes con las nuevas expectativas de inflación.

Dadas las expectativas de inflación mencionadas, los tipos de interés de activo y pasivo en términos reales en los bancos y en las cajas resultan ser elevados, lo que plantea la cuestión de la mejora de la eficiencia del sistema financiero español.

En la formación de los precios el excedente empresarial y las rentas salariales son factores determinantes, por lo que se deben eliminar incentivos adversos y rigideces en el proceso de generación de tales excedentes y salarios. Así, la posibilidad de recurrir a subvenciones públicas, estatales o autonómicas, tras de una mala gestión o falta de previsión empresarial deben eliminarse, pues de lo contrario el empresario incluye la posibilidad de subvención en su proceso de maximización de beneficios y puede concluir tomando decisiones sobre precios que no se acomoden a la evolución de la competencia a la que se enfrenta. Asimismo, la negociación de las rentas salariales necesita realizarse teniendo en cuenta las condiciones concretas de cada empresa.

En cuanto a la política macroeconómica se tiene en estos momentos una política fiscal encaminada a conseguir el objetivo de déficit público y la política monetaria mantiene unos niveles restrictivos razonables. Así pues, para converger en inflación con Europa no se plantean como necesarios tanto cambios importantes en dichas políticas, como los tipos de reformas estructurales referidas anteriormente, así como cambios en el comportamiento de los agentes económicos consecuentes con las nuevas expectativas de inflación que, prácticamente, no superan el 3%.

En el gráfico 8 se recogen determinados tipos de interés de activo y pasivo aplicados por las cajas de ahorro y los bancos. Las expectativas de inflación que los agentes económicos pueden derivar actualmente de dichos tipos sólo son compatibles con el objetivo de inflación del Banco de España si se concluye que los tipos de interés reales tienen unos niveles muy elevados. Este es ciertamente el caso, lo que conduce a la conveniencia de un planteamiento de la evolución que en estos momentos está tomando el sistema financiero español tal como hacía E. Ontiveros en el Tema a Debate del mes pasado. En él se señalaba la tendencia existente de nuevo hacia la banca universal en detrimento del desarrollo de los mercados financieros como fuerza dominante del sistema, planteando la cuestión de "si este renovado interés de la banca en la industria garantiza la mejora en las condiciones de eficiencia del sistema financiero y, desde luego, del conjunto de la economía española".

En conclusión la inflación no está todavía muerta en España. Las políticas monetarias y fiscales emprendidas van en dirección adecuada para luchar contra ella, pero en absoluto son suficientes. Se requieren además reformas estructurales en distintos sectores y mercados y medidas que aumenten la información que se facilita a los consumidores. A nivel microeconómico es muy importante que los agentes puedan acceder a expectativas fiables de inflación y, sobre todo, que actúen en consecuencia con ellas. Todo esto supone un proceso de mejora de las condiciones de eficiencia de la economía española y en tal proceso es necesario también introducir una mayor flexibilidad del sistema financiero, planeándose al mismo tiempo la orientación que se desearía propiciarle.

En lo que queda de 1996 el Banco de España podrá bajar su tipo de interés de referencia entre 25 y 40 puntos básicos. Bajadas adicionales en 1997 dependerán de que realmente se produzcan los cambios de comportamiento mencionados en los agentes económicos.

El IPC transitorio español sólo supone cambios en los componentes básicos del IPC: SERV y MAN.

El índice MAN y el índice MAN transitorio apenas difieren entre sí.

El índice SERV transitorio no se puede construir históricamente a partir de la información pública del INE. En este BOLETÍN se ha construido una buena aproximación del mismo. Todas estas series históricas están en el directorio de Internet de esta publicación.

En los precios al consumo de los servicios hay componentes en los que el índice transitorio está creciendo actualmente por encima del correspondiente índice habitual - precios de los transportes - y así se proyectan para 1997 y 1998, mientras que existen otros componentes -restauración, hostelería y turismo- que crecen por debajo en los datos recientes y en las predicciones.

En este marco de mejora de las expectativas de inflación pero con un límite en 1998 sobre el 3%, que es superior a la inflación europea - dígame 2.3% -, el Banco de España podrá bajar en 1996 algo su tipo de interés de referencia, pero no mucho, entre 25 y 40 puntos básicos. Bajadas posteriores más significativas son posibles, pero no se aplicarán hasta que existan señales de que los agentes económicos están trasladando a sus comportamientos habituales estas nuevas expectativas de inflación. En particular, que estas expectativas están afectando al política general de las empresas y a la negociación salarial.

VI. TEMAS METODOLÓGICOS: LA PREDICCIÓN DEL IPC TRANSITORIO ESPAÑOL.

Como se comentó anteriormente el IPC transitorio español es el resultado de suprimir ciertas partidas de enseñanza, sanidad, viajes organizados, vivienda en propiedad, servicios financieros y seguros. Tales partidas afectan solamente a dos componentes básicos del IPC: los índices SERV y MAN. La ponderación del índice MAN transitorio difiere un poco más de un punto porcentual sobre la del índice MAN habitual, y ambos índices tienen un comportamiento muy similar, casi idéntico.

Las divergencias más apreciables se encuentran en el índice SERV transitorio. La construcción de este índice a partir de los datos públicos del INE no es posible, pues el índice SERV transitorio excluye precios a nivel de artículo y que, por tanto, no están disponibles. La aproximación posible, y es la que se ha realizado en el Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico de la Universidad Carlos III, consiste en eliminar del índice SERV toda la clase, o subclase si es posible, a la que pertenece el precio o precios que deben excluirse. Con ello se obtiene un IPC transitorio que en vez de eliminar un conjunto de precios que ponderan 8.7 puntos en el IPC excluye un conjunto superior que pondera 9.7 puntos. Con ello el "IPC transitorio aproximado" (IPCTA) resultante es todavía una buena aproximación al IPCT y, en cualquier caso, mejor que la aproximación que supone el IPC.

En el gráfico 7 se recoge el IPCT y el índice SERV transitorio y se comparan con sus respectivos índices habituales. En la versión de Internet del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO se encuentran las series construidas sobre el IPCT español y sus componentes básicos. En las predicciones para 1997-1998 destaca que el IPCT muestra tasas de crecimiento ligeramente inferiores a las del IPC e igualmente ocurre, aunque con mayor divergencia, para el índice SERV transitorio. No obstante, en éste último hay componentes como el índice de precios transitorio de transporte que tiene una evolución reciente y predicciones hacia el futuro superiores a las de su correspondiente índice habitual (véase gráfico 7), y existen otros componentes, principalmente restauración, hostelería y turismo, en los que el índice transitorio está creciendo actualmente por

En conclusión, el índice SERV transitorio y el IPC transitorio crecen y se proyectan por debajo de las tasas de crecimiento de los correspondientes índices habituales. Sin embargo, al no ser este comportamiento homogéneo en todos los componentes de los precios de los servicios es necesario un seguimiento y predicción diferenciada del IPC e IPCT, tal como se ha empezado a hacer en este BOLETÍN.

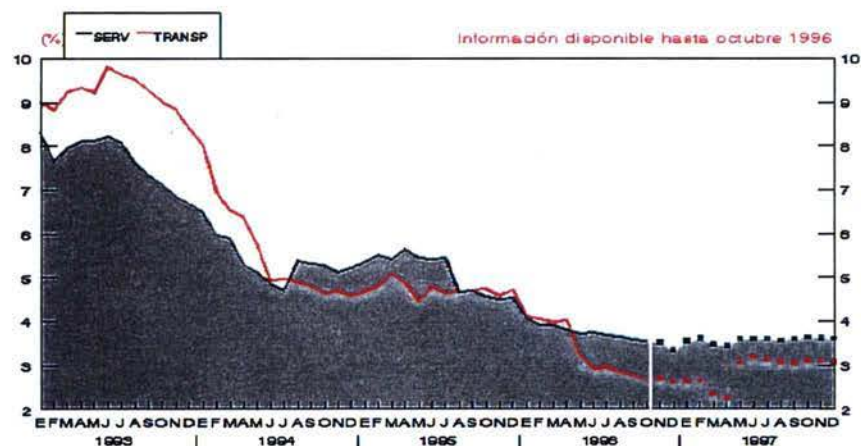
debajo de su correspondiente índice habitual y así se proyecta hacia el futuro. El crecimiento anual medio del IPCT en 1997 se predice en el 2.58% y se espera un repunte hasta el 2.93% en la media de 1998. Las predicciones de estos crecimientos medios en el índice MAN transitorio es muy similar a las del índice MAN habitual, pero en el caso de los precios de los servicios el crecimiento medio para 1997 en el índice transitorio es de 3.33% (3.58% en el índice habitual) y de 3.28% frente a 3.57% en 1998.

De lo dicho se desprende que el IPCT y los índices SERV y MAN se proyectan hacia 1997 y 1998 con tasas inferiores a las de sus correspondientes índices habituales. Pero en el caso del índice SERV transitorio esta proyección por debajo de la de los componentes habituales del IPC no es sistemática en todos los grupos de los precios de los servicios, y, en particular, los precios de los transportes se proyectan con tasas superiores. Esto obliga a un seguimiento y predicción diferenciada de los grandes grupos de precios en el IPCT y así se irá haciendo en meses sucesivos.

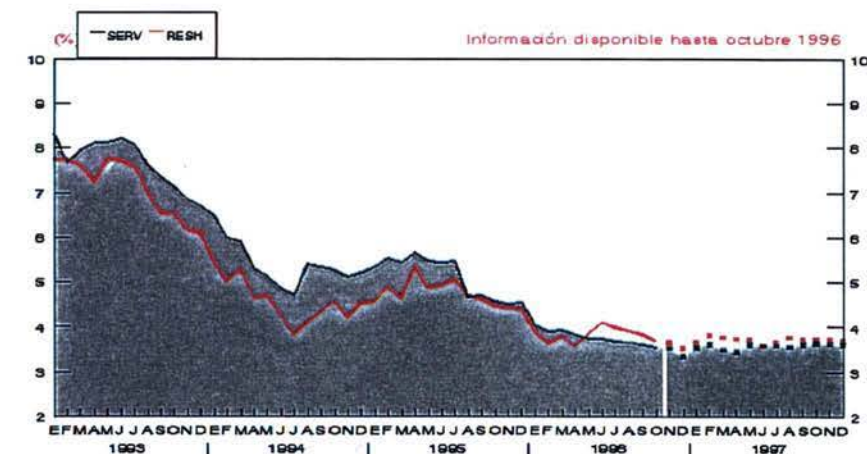
26 de Noviembre de 1996

- * Estamos muy agradecidos a Ignacio González Veiga por sus precisas orientaciones sobre este tema.
- ** Estamos muy agradecidos a Carlos Tejedor de la embajada de Suecia en Madrid por sus comentarios sobre la inflación en Suecia.

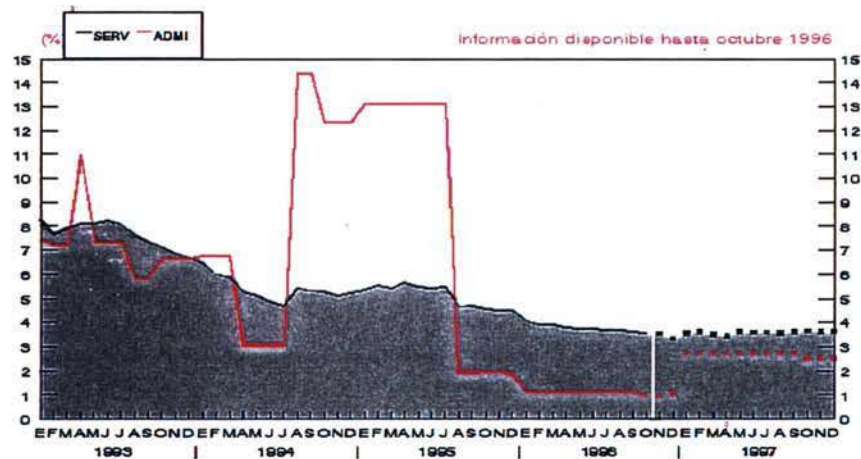
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Servicios (SERV-30.64%) y su componente de Transporte (TRANSP-5.22%)



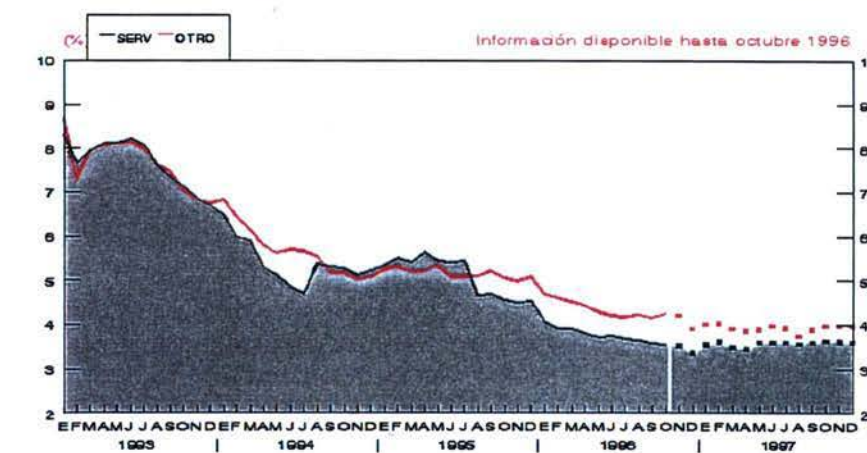
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Servicios (SERV-30.64%) y sus componentes de Restauración, Hostelería y Turismo (RESH-11.64%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Servicios (SERV-30.64%) y sus componentes de Correo, Teléfono y Enseñanza universitaria (ADMI-1.84%)



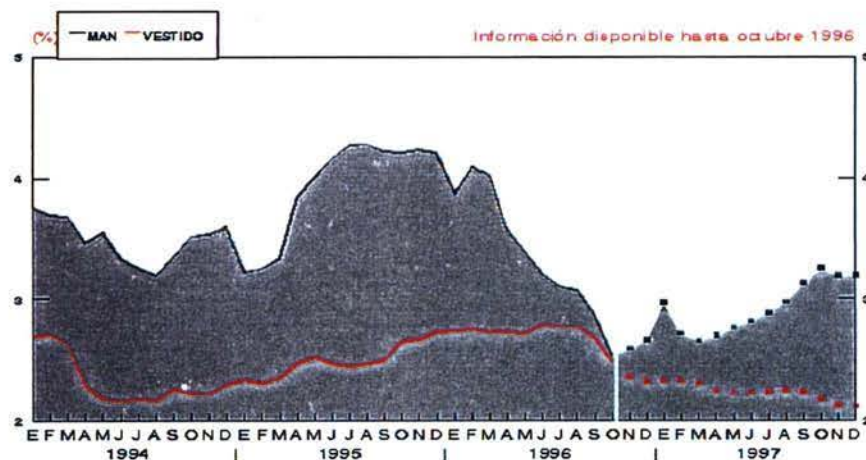
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Servicios (SERV-30.64%) y sus componentes de Otros Servicios (OTRO-11.92%)



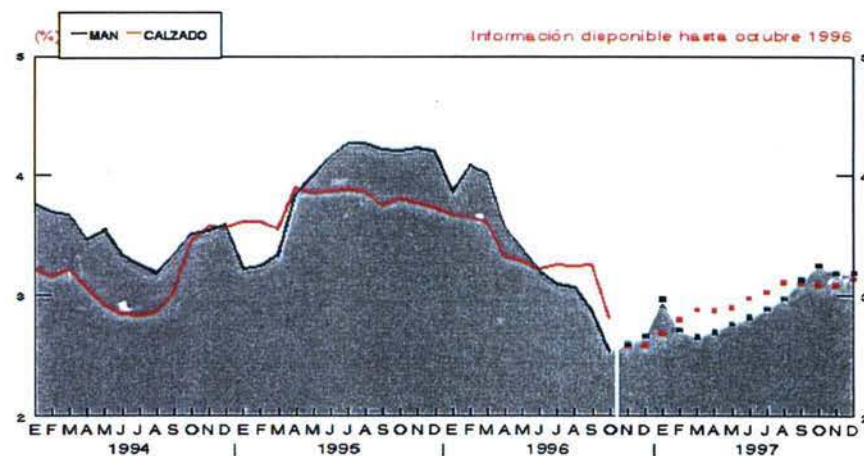
Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico.
Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 14 de noviembre de 1996

(*) Las tasas están asignadas al final del periodo y desde noviembre de 1996 en adelante los datos representados son predicciones.

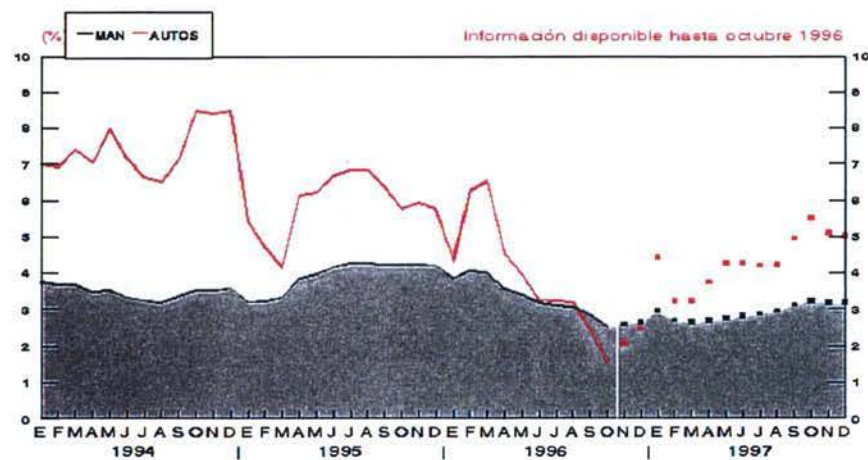
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios de manufacturas de consumo (MAN-32.88%) y su componente de prendas de vestir(9.19%)



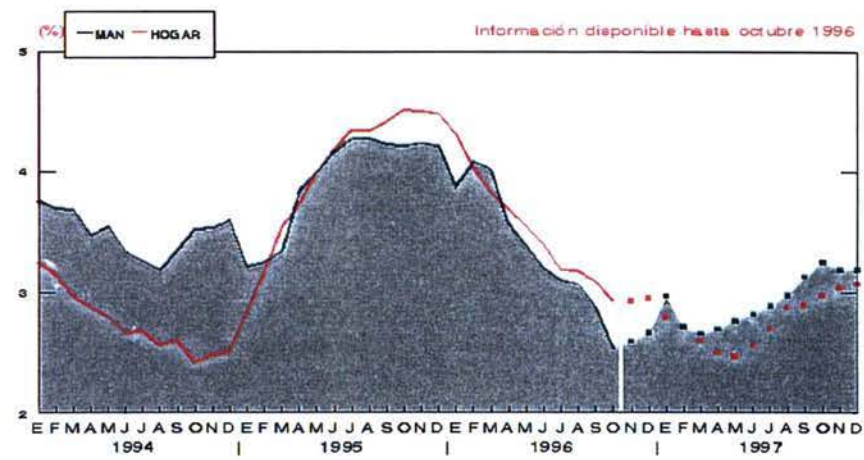
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios de manufacturas de consumo (MAN-32.88%) y su componente de calzado (2.09%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios de manufacturas de consumo (MAN-32.88%) y su componente de automóviles (5.76%)



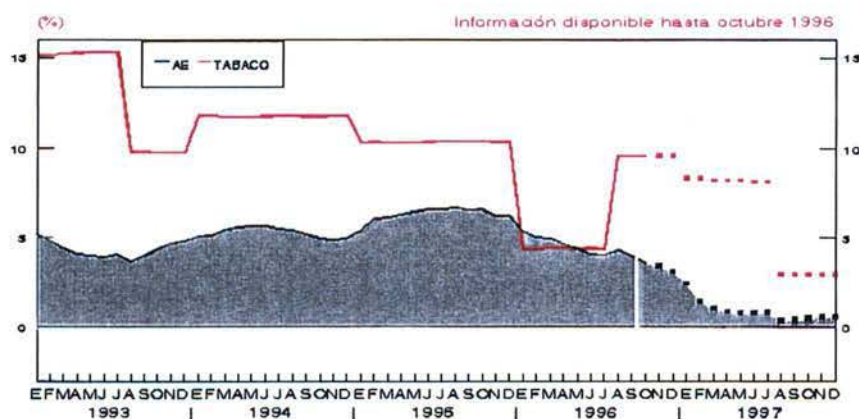
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios de manufacturas de consumo (MAN-32.88%) y su componente de Hogar (15.83%)



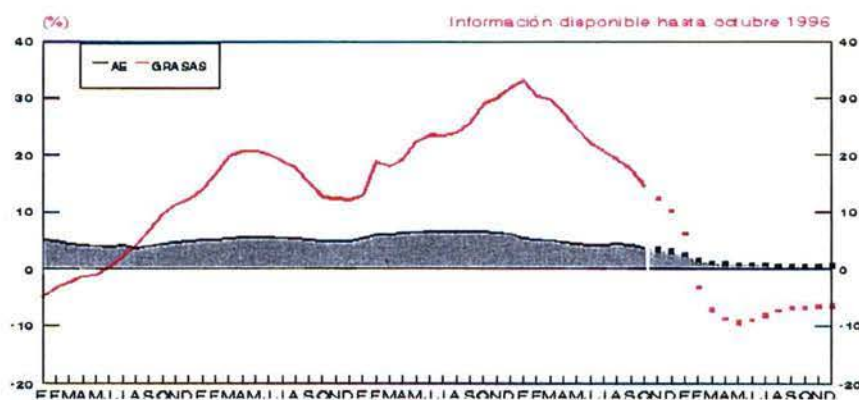
Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico.
Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 14 de noviembre de 1996

(*) Las tasas están asignadas al final del periodo y desde noviembre de 1996 en adelante los datos representados son predicciones.

Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Alimentos Elaborados (AE-17.47%) y su componente de Tabaco (1.54%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Alimentos Elaborados (AE-17.47%) y su componente de Aceites y Grasas (1.12%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Alimentos Elaborados Total (AE-17.47%) sin los componentes de Tabaco y Aceites y Grasas (AESTSGR-14.82%)

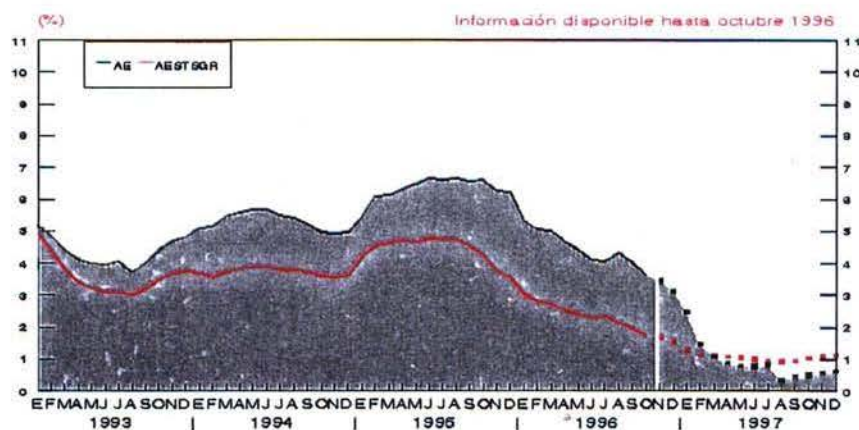
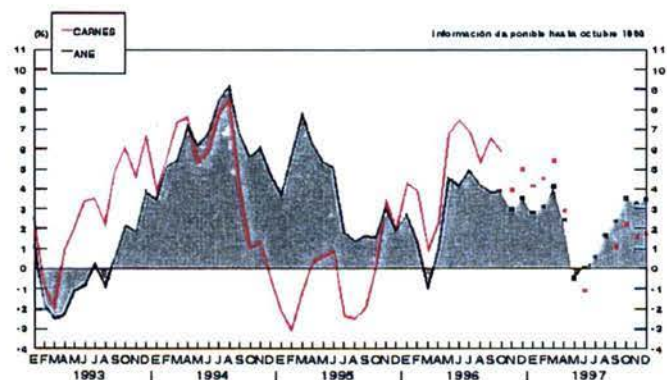
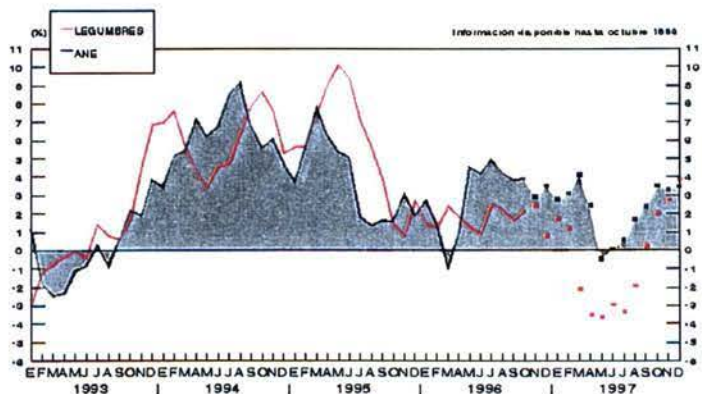


Gráfico 6

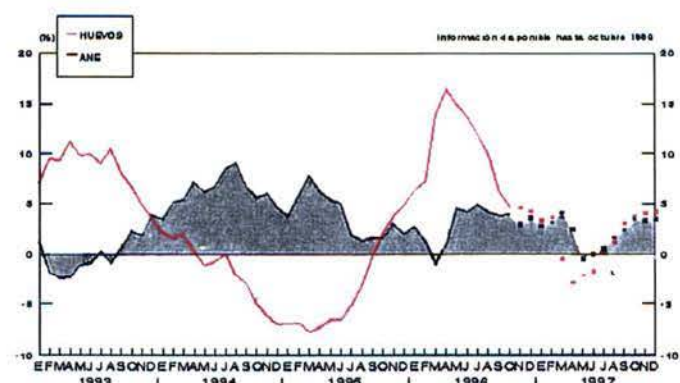
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Carnes (5.16%)



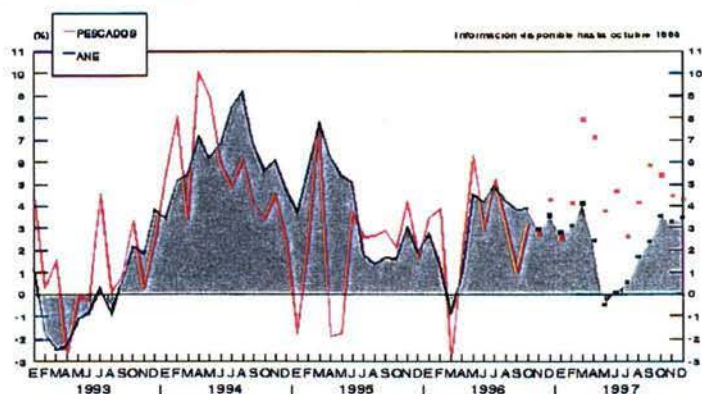
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Hortalizas Frescas (1.29%)



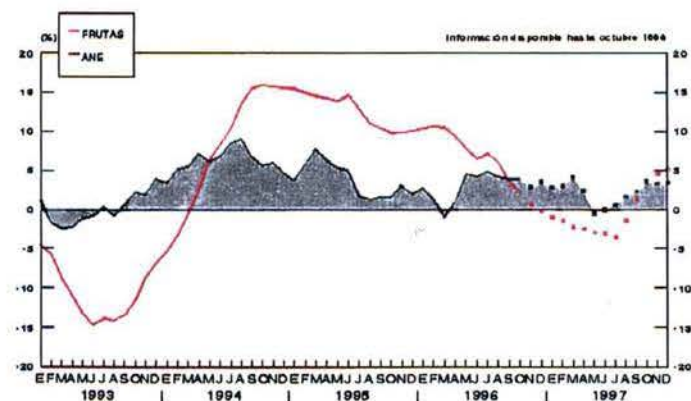
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Huevos (0.48%)



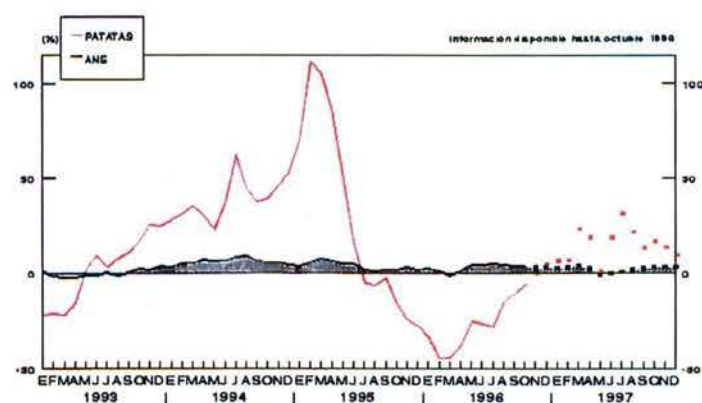
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Pescados Frescos (2.41%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Frutas Frescas (2.30%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Patatas (0.38%)

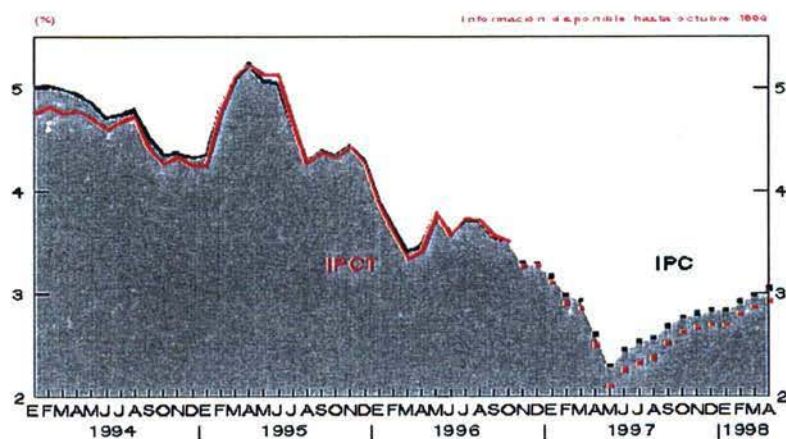


Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 14 de noviembre de 1996

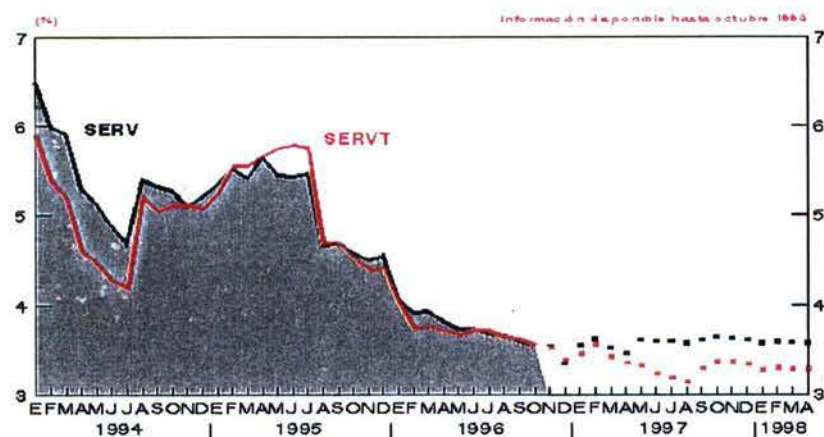
(*) Las tasas están asignadas al final del periodo y desde noviembre de 1996 en adelante los datos representados son predicciones.

Gráfico 7

Crecimiento anual acumulado en el índice de precios al consumo general (IPC) y el índice de precios al consumo transitorio (IPCT) (*)



Crecimiento anual acumulado en los índices de precios al consumo del componente de servicios (SERV) y de servicios transitorio (SERVT) (*)



Crecimiento anual acumulado en los índices de precios al consumo del componente de transportes (TRANSP) y de transportes transitorio (TRANSP T) (*)

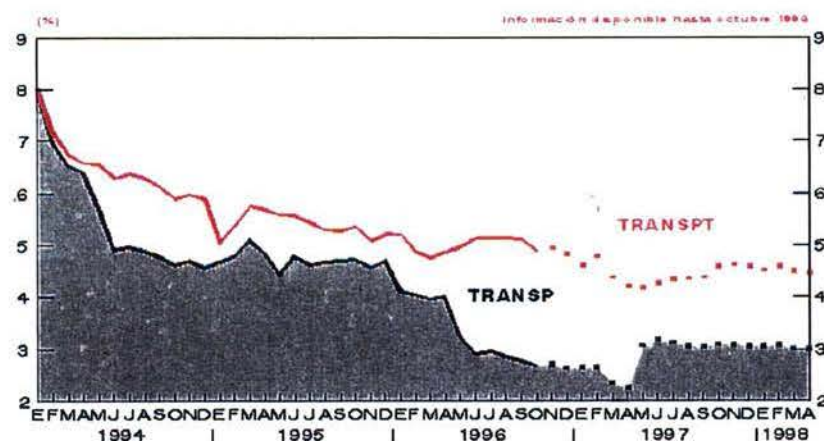
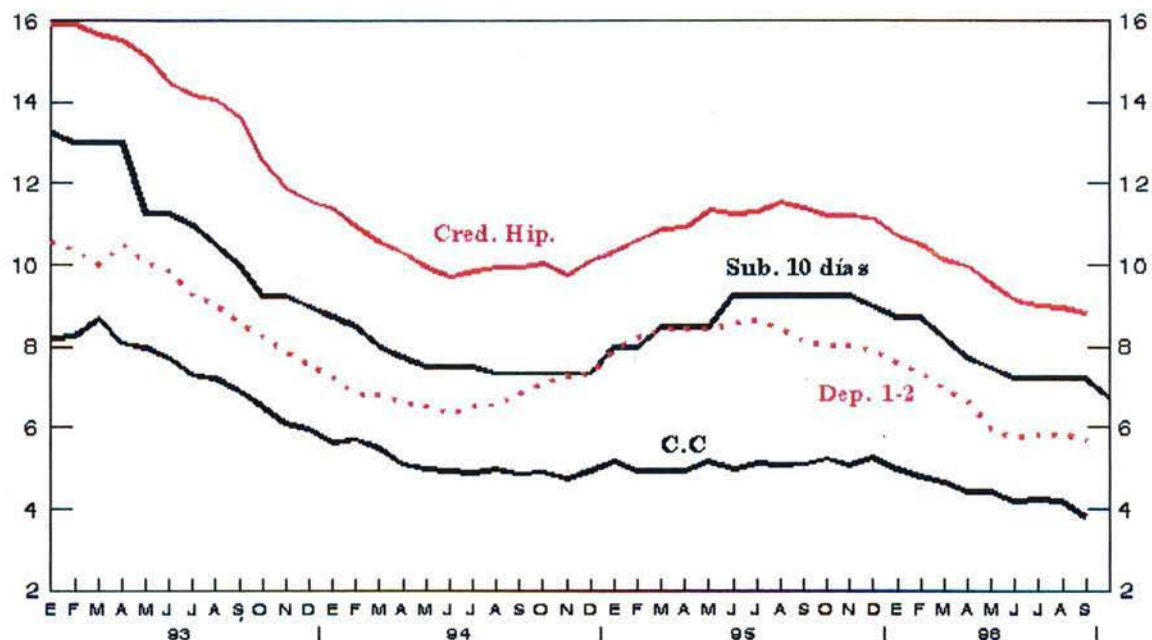
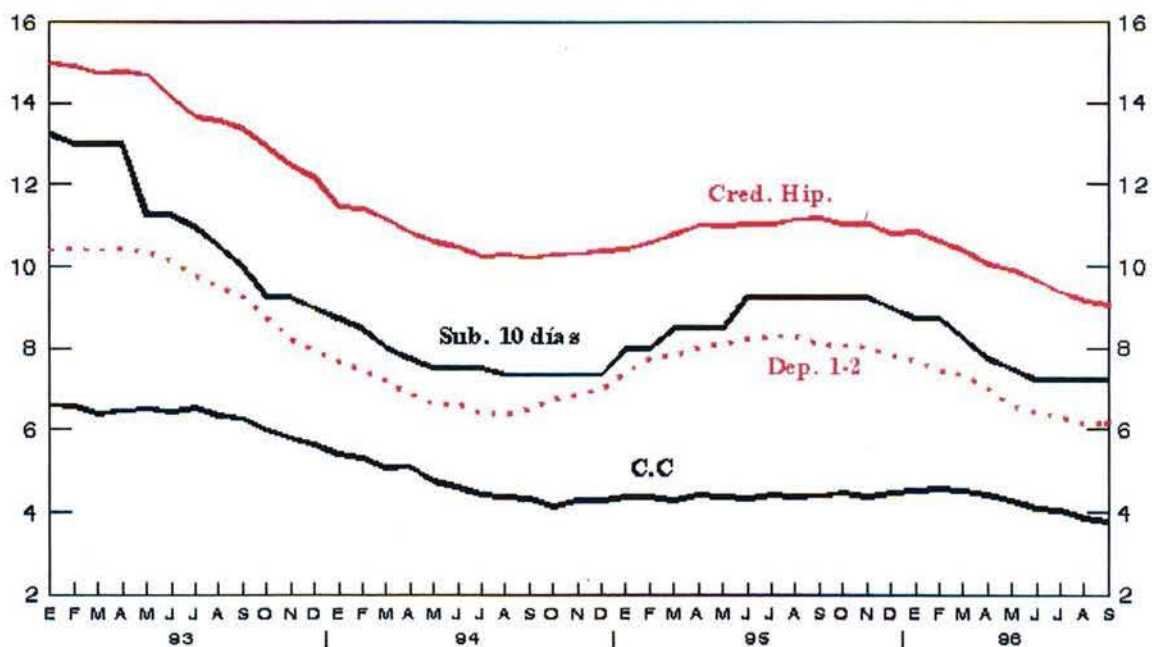


Gráfico 8

II. Tipo de Interés de los Bancos: Crédito hipotecario (Cred.Hip), Cuentas Corrientes (C.C), Depósitos a 1 año y menos de dos (Dep. 1-2) y Banco de España, Subastas a 10 días (tipo marginal) (Sub 10 días)



Tipo de Interés de las Cajas: Crédito hipotecario (Cred. Hip), Cuentas Corrientes (C.C), Depósitos a 1 año y menos de dos (Dep. 1-2) y Banco de España, Subasta a 10 días (tipo marginal) (Sub. 10 días)



Fuente: Banco de España

APENDICE

Cuadro 2A extendido

Crecimientos anuales (1)

Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T_{12}^1)

1995-1996

indicador
retrasado

	Tasa	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Med96/ Med95(2)
(1) AE (17,47%)	1995 1996	5.43 5.35	6.08 5.05	6.15 5.00	6.31 4.69	6.49 4.42	6.66 4.13	6.64 4.06	6.68 4.33	6.58 4.04	6.62 3.65	6.27 3.45	6.23 3.14	4.27
(2) IND (32,88%)	1995 1996	3.22 3.87	3.25 4.08	3.34 4.02	3.84 3.57	4.00 3.39	4.17 3.20	4.27 3.10	4.28 3.07	4.22 2.87	4.21 2.54	4.23 2.60	4.21 2.67	3.24
BENE [(1)+(2)] = (50,35%)	1995 1996	3.99 4.39	4.24 4.43	4.32 4.37	4.71 3.97	4.87 3.75	5.04 3.53	5.10 3.44	5.12 3.52	5.05 3.28	5.06 2.94	4.95 2.90	4.92 2.84	3.61
SERV (30,64%)	1995 1996	5.35 4.07	5.53 3.92	5.42 3.93	5.65 3.83	5.46 3.73	5.43 3.74	5.46 3.69	4.67 3.66	4.69 3.60	4.57 3.55	4.50 3.53	4.54 3.36	3.71
IPSEBENE [(1)+(2)+(3)] = (80,99%)	1995 1996	4.52 4.27	4.74 4.23	4.75 4.20	5.07 3.91	5.09 3.74	5.19 3.61	5.24 3.54	4.94 3.58	4.91 3.41	4.86 3.18	4.77 3.14	4.77 3.04	3.65
(4) ANE (11,88%)	1995 1996	3.75 2.73	5.77 1.35	7.77 -0.86	6.31 1.01	5.39 4.55	5.08 4.18	1.84 4.93	1.37 4.24	1.64 3.85	1.59 3.91	2.99 2.97	1.87 3.56	3.02
(5) ENE (7,12%)	1995 1996	3.48 1.47	4.11 0.91	4.70 1.60	5.31 2.29	4.28 2.92	3.53 2.48	2.67 3.91	1.63 4.45	2.83 4.80	2.94 6.69	2.94 5.66	3.04 5.52	3.55
IPC (100%)	1995 1996	4.36 3.88	4.82 3.66	5.08 3.42	5.24 3.46	5.07 3.78	5.06 3.59	4.67 3.72	4.29 3.71	4.38 3.56	4.35 3.51	4.44 3.30	4.31 3.28	3.57

* La tasa T_{12}^1 normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.

(1) A partir de noviembre de 1996 los datos son predicciones.

(2) Tasa de crecimiento del nivel medio de 1996 sobre el nivel medio de 1995.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 18 de noviembre de 1996.

**Crecimientos anuales del índice de precios al consumo
1996-1997 ⁽¹⁾**

Concepto (*)														Med97/ Med96(2)
		E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	
Alimentos elaborados (17.48%)	1996	5.35	5.05	5.00	4.69	4.42	4.13	4.06	4.33	4.04	3.65	3.45	3.14	
	1997	2.48	1.51	1.08	0.90	0.81	0.80	0.84	0.38	0.45	0.52	0.60	0.63	0.91
Industriales no energéticos (32.88%)	1996	3.87	4.08	4.02	3.57	3.39	3.20	3.10	3.07	2.87	2.54	2.60	2.67	
	1997	2.97	2.72	2.66	2.70	2.77	2.82	2.89	2.98	3.13	3.25	3.19	3.19	2.94
Bienes elaborados no energéticos (50,35%)	1996	4.39	4.43	4.37	3.97	3.75	3.53	3.44	3.52	3.28	2.94	2.90	2.84	
	1997	2.79	2.28	2.09	2.05	2.07	2.10	2.15	2.05	2.17	2.27	2.26	2.28	2.21
Servicios (30.64%)	1996	4.07	3.92	3.93	3.83	3.73	3.74	3.69	3.66	3.60	3.55	3.53	3.36	
	1997	3.55	3.62	3.50	3.46	3.61	3.60	3.60	3.57	3.61	3.64	3.63	3.61	3.58
IPSEBENE (servicios y bienes elaborados no energéticos) (80.99%)	1996	4.27	4.23	4.20	3.91	3.74	3.61	3.54	3.58	3.41	3.18	3.14	3.04	
	1997	3.09	2.80	2.64	2.60	2.67	2.69	2.72	2.64	2.73	2.81	2.80	2.80	2.75
Alimentos no elaborados (11.88%)	1996	2.73	1.35	-0.86	1.01	4.55	4.18	4.93	4.24	3.85	3.91	2.97	3.56	
	1997	2.81	3.13	4.13	2.45	-0.47	0.05	0.60	1.70	2.40	3.54	3.32	3.48	2.26
Energía (7.12%)	1996	1.47	0.91	1.60	2.29	2.92	2.48	3.91	4.45	4.80	6.69	5.66	5.52	
	1997	4.73	5.01	4.45	3.04	2.71	3.74	3.54	3.30	2.65	1.35	2.17	2.27	3.23
IPC GENERAL (100%)	1996	3.88	3.66	3.42	3.46	3.78	3.59	3.72	3.71	3.56	3.51	3.30	3.28	
	1997	3.17	2.99	2.94	2.61	2.31	2.46	2.54	2.58	2.69	2.78	2.81	2.84	2.73
(*) En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general. (1) A partir de noviembre de 1996 los datos son predicciones. (2) Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre el nivel medio de 1996.														

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid)
 Fecha de elaboración: 18 de noviembre de 1996

Crecimientos mensuales del índice de precios al consumo
1995-1996 ⁽¹⁾

Concepto (*)			E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	D95 D94 (2)	MED96 MED95 (3)	D96 D95 (4)
Alimentos elaborados (17,48%)	1995		2.01	1.09	0.37	0.38	0.26	0.25	0.07	0.27	0.32	0.40	0.24	0.41	6.23		
	1996		1.16	0.81	0.32	0.09	-0.01	-0.03	-0.01	0.54	0.04	0.03	0.04	0.12		4.27	3.14
Manufacturas de consumo (32,88%)	1995		0.32	0.29	0.40	0.76	0.38	0.37	0.19	0.08	0.31	0.54	0.32	0.16	4.21		
	1996		-0.01	0.50	0.35	0.32	0.21	0.19	0.09	0.06	0.11	0.23	0.37	0.23		3.24	2.67
Bienes elaborados no energéticos (50,35%)	1995		0.92	0.58	0.39	0.62	0.34	0.33	0.15	0.15	0.31	0.49	0.29	0.25	4.92		
	1996		0.41	0.61	0.34	0.24	0.13	0.11	0.06	0.23	0.09	0.15	0.26	0.19		3.61	2.84
Servicios (30,64%)	1995		1.01	0.63	0.61	0.52	0.26	0.24	0.28	0.16	0.34	0.21	-0.15	0.35	4.54		
	1996		0.55	0.48	0.62	0.42	0.17	0.25	0.24	0.13	0.27	0.16	-0.17	0.19		3.71	3.36
Servicios y bienes elaborados no energéticos (80,99%)	1995		0.95	0.60	0.47	0.58	0.30	0.29	0.20	0.15	0.32	0.38	0.12	0.29	4.77		
	1996		0.46	0.56	0.45	0.31	0.14	0.16	0.13	0.19	0.16	0.16	0.09	0.19		3.65	3.04
Alimentos no elaborados (11,88%)	1995		0.31	-0.25	1.70	-0.03	-1.72	-0.98	-0.63	1.54	0.92	-0.86	1.29	0.70	1.94		
	1996		1.09	-1.58	-0.52	1.86	1.71	-1.33	0.10	0.87	0.54	-0.80	0.38	1.27		3.60	3.56
Energía (7,12%)	1995		3.24	0.44	0.00	0.83	-0.14	-0.42	-1.08	-0.19	0.40	-0.41	0.26	0.13	3.04		
	1996		1.66	-0.11	0.69	1.52	0.47	-0.85	0.30	0.33	0.73	1.38	-0.70	0.00		3.55	5.52
IPC GENERAL (100%)	1995		1.04	0.49	0.58	0.53	0.03	0.10	0.02	0.28	0.40	0.18	0.26	0.32	4.32		
	1996		0.62	0.27	0.35	0.56	0.34	-0.08	0.14	0.30	0.24	0.14	0.06	0.30		3.57	3.28
(*) En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general. (1) A partir de noviembre de 1996 los datos son predicciones. (2) Crecimiento de diciembre de 1995 sobre diciembre de 1994. (3) Crecimiento del nivel medio de 1996 sobre el nivel medio de 1995 (4) Crecimiento de diciembre de 1996 sobre diciembre de 1995.																	

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid)
 Fecha de elaboración: 18 de noviembre de 1996

Crecimientos mensuales del índice de precios al consumo 1996-1997 ⁽¹⁾															Cuadro 3B extendido	
Concepto (*)			E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Med97/ Med96(2)	Dic97/ Dic96(3)
Alimentos elaborados (17.48%)	1996		1.16	0.81	0.32	0.09	-0.01	-0.03	-0.01	0.54	0.04	0.03	0.04	0.12		
	1997		0.51	-0.15	-0.10	-0.09	-0.09	-0.05	0.03	0.08	0.11	0.09	0.12	0.16	0.91	0.63
Manufacturas de consumo (32.88%)	1996		-0.01	0.50	0.35	0.32	0.21	0.19	0.09	0.06	0.11	0.23	0.37	0.23		
	1997		0.28	0.25	0.29	0.36	0.28	0.23	0.15	0.15	0.25	0.35	0.32	0.24	2.94	3.19
Bienes elaborados no energéticos (50,35%)	1996		0.41	0.61	0.34	0.24	0.13	0.11	0.06	0.23	0.09	0.15	0.26	0.19		
	1997		0.36	0.11	0.15	0.20	0.15	0.13	0.11	0.13	0.20	0.26	0.25	0.21	2.21	2.28
Servicios (30.64%)	1996		0.55	0.48	0.62	0.42	0.17	0.25	0.24	0.13	0.27	0.16	-0.17	0.19		
	1997		0.74	0.55	0.50	0.39	0.31	0.24	0.24	0.10	0.32	0.19	-0.18	0.17	3.58	3.61
IPSEBENE (servicios y bienes elaborados no energéticos) (80.99%)	1996		0.46	0.56	0.45	0.31	0.14	0.16	0.13	0.19	0.16	0.16	0.09	0.19		
	1997		0.51	0.28	0.29	0.27	0.21	0.18	0.16	0.11	0.25	0.23	0.08	0.19	2.75	2.80
Alimentos no elaborados (11.88%)	1996		1.09	-1.58	-0.52	1.86	1.71	-1.33	0.10	0.87	0.54	-0.80	0.38	1.27		
	1997		0.36	-1.28	0.45	0.21	-1.18	-0.82	0.64	1.97	1.23	0.30	0.17	1.42	2.26	3.48
Energía (7.12%)	1996		1.66	-0.11	0.69	1.52	0.47	-0.85	0.30	0.33	0.73	1.38	-0.70	0.00		
	1997		0.90	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	3.23	2.27
IPC GENERAL (100%)	1996		0.62	0.27	0.36	0.57	0.34	-0.08	0.14	0.28	0.24	0.14	0.06	0.30		
	1997		0.52	0.09	0.30	0.25	0.05	0.06	0.21	0.32	0.35	0.23	0.09	0.33	2.73	2.84
(*) En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general. (1) A partir de noviembre de 1996 los datos son predicciones. (2) Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre el nivel medio de 1996. (3) Crecimiento de diciembre de 1997 sobre diciembre de 1996.																

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid)

Fecha de elaboración: 18 de noviembre de 1996

SPANISH INFLATION REPORT

"TRANSITORY CPI RATES" IN EUROPE, THE MAASTRICHT OBJECTIVE AND THE ADAPTATION OF THE AGENTS TO THE NEW INFLATION EXPECTATIONS IN SPAIN

Monthly CPI growth in October was lower than foreseen (0.14% as opposed to 0.29%) and, furthermore, the elements that make it up are favourable with the novelty being that greater downward tendencies are to be seen in prices with a more tendential behaviour than in those prices with major cyclical fluctuations. Service prices grew (0.16%) very much as foreseen (0.21%) and are tending towards an annual growth rate of 3.6% in 1997 and 1998, they are, therefore, the most inflationist element within the CPI. The prices of non-energy manufactured goods grew (0.15%) significantly less than was expected (0.33%), in part owing to the good behaviour of automobile prices. After the second quarter of 1997, and throughout this year and 1998 these prices look likely to show an annual growth rate of between 2.2% and 2.8%. That is to say, the inflation for this index - inflation in goods prices - is tending to settle at one percentage point below inflation in services.

For the underlying inflation, measured by the accumulated annual growth in the index of consumer prices of services and non-energy manufactured goods - the aggregate of the two previous indices - it is foreseen that after February 1997 it will not go above 2.8% for the rest of the year, maybe reaching an average of 3% in 1998. Predictions concerning the CPI in 1997 fluctuate more than those for the index of consumer prices of services and non-energy manufactured goods owing to the cyclical behaviour of fresh food prices which are not included in the latter index. The CPI annual growth rate in December 1996 is forecast to be 3.28%, by May-June 1997 it is expected to be at 2.4% and by December of the same year it will be around 2.84%. The average annual growth rate for 1998 is predicted to be around 3.05%.

The fulfilment of the Maastricht inflation objectives will be judged against the "harmonised CPI rates" which will be published in 1997. Something approaching these rates is to be found in the "transitory CPI rates" which Eurostat is publishing only in 1996. These indices exclude certain prices from the CPI with the aim of making inflation rates which are more homogenous and easier to compare from country to country. Starting with the predictions available from each country concerning average annual CPI growth in 1997 it is possible to make approximate predictions for the "transitory CPI" in each and this will foreseeably show behaviour similar to that of the "harmonised CPI rates", which are the important ones for the Maastricht objective. With this, it is estimated that this objective will be to achieve an inflation rate that does not go above 3.1 or 3.2%. The Spanish economy has more than 60% probability of reaching the stated objective.

As has been indicated in previous numbers of the CPI BULLETIN OF MACROECONOMIC ANALYSIS, after 1997 the medium-term inflation objective that the Bank of Spain establishes will have to aim at making Spanish inflation converge with that of Europe at a level of around 2.3%. This objective is not unattainable but at present there are still major problems standing in the way. In this context, given the improvements mentioned at the beginning of this summary about Spanish inflation expectations, the Bank of Spain could bring down its benchmark interest rate before the end of 1996, but owing to the fact that the predictions for 1998 are around 3%, clearly above the foreseen European inflation rates, such a drop would have to be moderate, perhaps between 25 and 40 basic points. The obstacle that can be considered as most significant in the attempt to bring inflation into line with Europe is the slowness with which the economic agents are assimilating the fact that short and medium term inflation expectations are not higher than 3%. This slowness to react and form adequate expectations means that bosses and workers are not reflecting in their strategies for profit-making or salary negotiations conducts which are consequent with such expectations. The possible reductions in the Bank of Spain's benchmark interest rate in 1997 will depend in great part on whether the adequate changes in behaviour on the part of the economic agents come about.

ANNUAL RATES OF GROWTH ON CPI AND CPISNEMG ⁽¹⁾														Table 1
	Rate	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Averg96/Averg95
CPISENMG ⁽²⁾	1996	4.27	4.23	4.20	3.91	3.74	3.61	3.54	3.58	3.41	3.18	3.14	3.04	3.33
	1997	3.09	2.80	2.64	2.60	2.67	2.69	2.72	2.64	2.73	2.81	2.80	2.80	
CPI	1996	3.88	3.66	3.42	3.46	3.78	3.59	3.72	3.71	3.56	3.51	3.30	3.28	3.57
	1997	3.17	2.99	2.94	2.61	2.31	2.46	2.54	2.58	2.69	2.78	2.81	2.84	
(1) From October 1996 the figures are forecasted values; (2) Consumer price index of services and non-energy manufactured goods														

Date: November 18th 1996

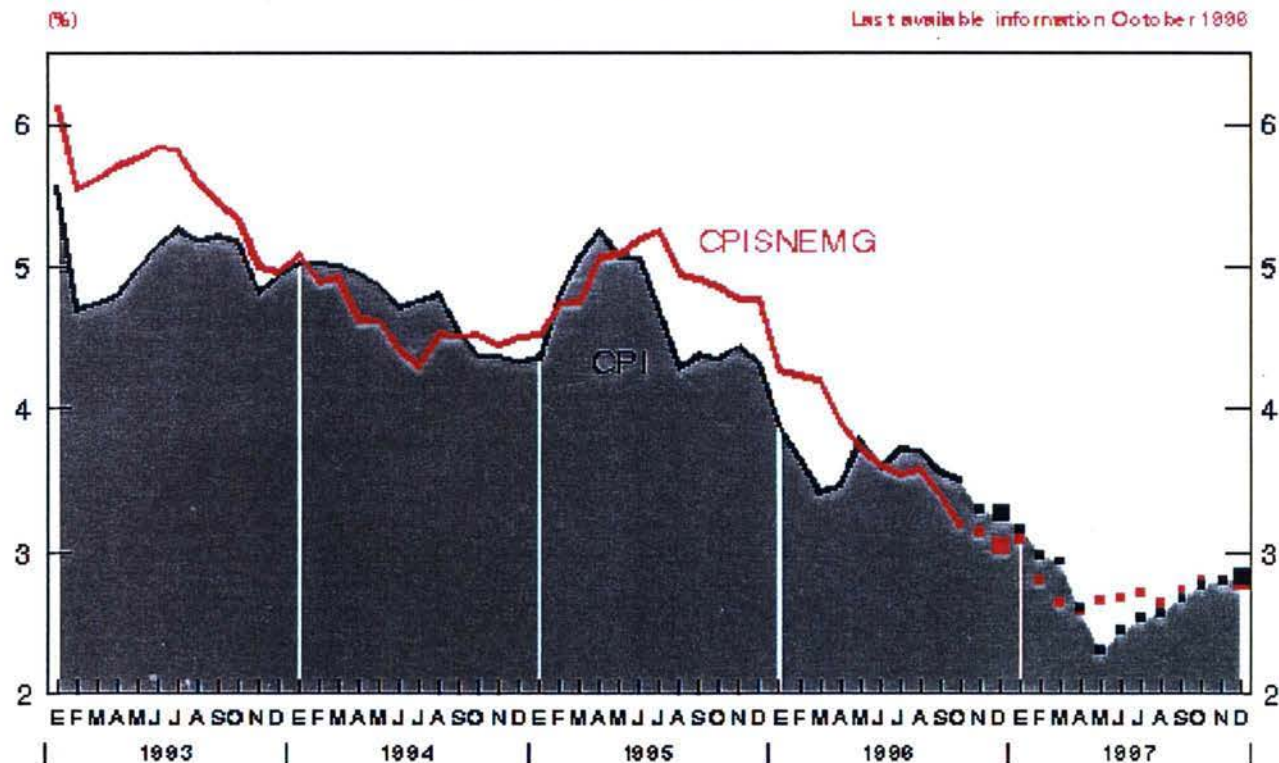
MONTHLY RATES OF GROWTH ON CPI AND CPISENMG ⁽¹⁾														Table 2
	Rate	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	D96 D95
CPISENMG ⁽²⁾	1996	0.46	0.56	0.45	0.31	0.14	0.16	0.13	0.19	0.16	0.28	0.08	0.19	3.04
	1997	0.46	0.56	0.45	0.31	0.14	0.16	0.13	0.19	0.16	0.28	0.08	0.19	
CPI	1995	0.62	0.27	0.36	0.57	0.34	-0.08	0.14	0.28	0.24	0.14	0.06	0.30	3.28
	1996	0.52	0.09	0.30	0.25	0.05	0.06	0.21	0.32	0.35	0.23	0.09	0.33	
(1) From November 1996 the figures are forecasted values; (2) Consumer price index of services and non-energy manufactured goods														

Date: October 18th 1996

Source: INE

Graph 1

**Consumer Price Index (CPI) and
Services and Non-Energy Manufactured Goods (CPI SNEMG)**
Annual Growth Rate



Source: INEC and Laboratorio de Predicción y Análisis Económico
Instituto de Estudios de la Universidad Carlos III
Date: November 13 to 1998

TEMA A DEBATE¹

EL DIAGNÓSTICO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS: ¿ESTÁN TODAS LAS QUE SON?

Juan Antonio Maroto Acín
Profesor de la Universidad Complutense de Madrid
Fundación FIES

RESUMEN

El presente trabajo pretende suscitar puntos de interés para un debate en profundidad sobre el diagnóstico de las empresas españolas. Parte de la premisa de la importancia del análisis empresarial en un contexto competitivo en el que la eficiencia comparada y la creación de valor deben ser los parámetros de evaluación de los resultados, pero también las limitaciones que impone la metodología contable del sistema de información de las empresas para dicho análisis económico; pero a lo cual, determinados indicadores microeconómicos, como la rentabilidad de los recursos propios, siguen las mismas pautas de comportamiento que los indicadores macroeconómicos usuales. Admitida esa asimilación entre indicadores de empresa y agregados, el punto crucial del debate radica en que las bases de datos empresariales disponibles sesgan el diagnóstico que pueda realizarse en función del número de empresas que se consideran; de tal forma que, si bien son representativas todas las grandes empresas que están en dichas bases, no se encuentran debidamente representadas en ellas las PYME, que constituyen la mayoría numérica de las entidades que componen el tejido empresarial español.

¹ En esta sección el consejo editorial del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO invita a cuantos profesionales lo consideren oportuno a participar exponiendo sus reflexiones sobre temas económicos, en el sentido más amplio, que sean de especial interés actual. Los artículos publicados en esta sección reflejan exclusivamente las ideas de sus autores y no están vinculados a la orientación editorial de esta publicación.

Las empresas españolas se enfrentan en la actualidad a un entorno macroeconómico cada vez más exigente y restrictivo, que viene caracterizado por la ampliación de la dimensión del mercado potencial y el cumplimiento de los requisitos de convergencia hacia la Unión Económica y Monetaria. En el ámbito microeconómico, a su vez, es un hecho la acentuación de la competitividad, debido a la concurrencia efectiva de empresas transnacionales en la generalidad de los sectores productivos, y a la misma eficiencia del sistema financiero, cuyas desregulación y globalización efectivas lo han situado hasta ahora en un nivel de desarrollo superior al del sistema real y cuya rentabilidad financiera (financiero-fiscal, en realidad, por las necesidades de financiación del déficit público) debe emularse por los sectores productivos para captar el ahorro de los particulares. El diagnóstico de la situación patrimonial y los resultados de las empresas adquiere así una mayor importancia en ese contexto de creciente competitividad e integración económica, tanto para poder evaluar los efectos concretos de las políticas públicas sobre los agentes económicos en pro de la estabilidad y el desarrollo económicos como para evidenciar las repercusiones de las actuaciones empresariales y su competitividad sobre la evolución, estructural y coyuntural, de las macromagnitudes de la economía nacional.

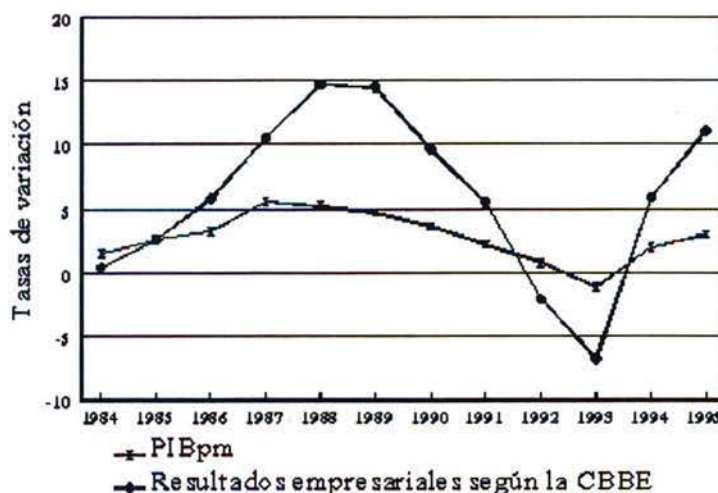
A ese respecto, el diagnóstico económico-financiero de las empresas se basa en su sistema de información contable, y está sujeto por ello a una sistemática peculiar en cuanto al registro, clasificación, análisis e interpretación de los hechos económicos; pero depende también de la disponibilidad de datos actualizados, fiables y representativos sobre el sector empresarial en su conjunto, que son los que proporcionan las bases de datos existentes, mantenidas por instituciones públicas o privadas.

Desde la primera perspectiva, la del sistema de información contable, el problema radica en que los datos económicos de las empresas que se ofrecen al final de cada ejercicio dependen más de la constancia documental, la verificación externa, la aprobación interna y la eficacia probatoria frente a terceros, que de la rapidez con que deban utilizarse para el análisis retrospectivo y la toma de decisiones. Esto, junto con la habitual reticencia de los empresarios españoles a proporcionar una información que estiman privativa, explica las limitaciones que también se tienen para utilizar los bancos públicos de datos empresariales, ya sea para analizar las series históricas de magnitudes patrimoniales y resultados anuales (Central de Balances Anual del Banco de España, Registros Mercantiles y Fuentes Tributarias), o ya para seguir la situación coyuntural de las empresas españolas (Central de Balances Trimestral del Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Pese a las anteriores limitaciones, el análisis empresarial se demuestra coherente con el análisis de las macromagnitudes económicas, sobre todo cuando se toman en consideración las bases de datos formadas por agregados de empresas que, aún siendo relativamente reducidas en número, representan en mayor medida a las grandes empresas, industriales, del sector energía y públicas. Es el caso de la Central de Balances Anual del Banco de España que, según los datos del último Informe publicado a la fecha de la redacción de esta nota, recopilaba 5248 empresas (a 31/10/95), que suponían el 18,6 por 100 del Valor Añadido Bruto al coste de los factores (VABcf) del sector de empresas no financieras y familias de la Contabilidad Nacional. De entre estas empresas, y en el año 1993, 4820 eran pequeñas (menos de 100 trabajadores en plantilla) y representaban el 10,1 por 100 de los trabajadores, el 6,9 por 100 del VABcf y el 8,9 por 100 de la cifra de negocios de la muestra total de empresas; 1258 eran medianas (entre 100 y 500 trabajadores), y respondían del 18,1, el 15 y el 18 por 100, respectivamente de los anteriores conceptos; y 458 eran grandes (más de 500 trabajadores), y suponían el 71,8 por 100 de los trabajadores, el 78,2 por 100 del VABcf, y el

empresa, energética y pública, y que se acentúa aún más cuando se toman los datos coyunturales que ofrece la Central de Balances Trimestral, que en el año 1994 incluía 625 empresas, medianas y grandes exclusivamente, que suponían el 11,2 por 100 del PIB del sector de empresas y familias.

Ciclo económico y resultados empresariales



Desde la perspectiva de esta base, la más comúnmente utilizada, y como muestra el Gráfico nº 1, el ciclo de los beneficios empresariales (representados mediante las tasas de variación interanual de los resultados netos empresariales antes de impuestos) reproduce el de la economía en su conjunto. En etapas de crecimiento, la expansión de la demanda y la mejora de expectativas, inducen la reducción de las existencias, la mayor ocupación de la capacidad instalada, y el incremento de la rentabilidad económica que desencadena las nuevas inversiones. Se recuperan así los beneficios y, con ellos, la autofinanciación y la reestructuración de las deudas empresariales. Esa fase del ciclo del beneficio empresarial es la que se muestra desde 1986 a 1989, y en ella las empresas españolas, con el acicate de la integración en el marco competitivo europeo, aumentaron su actividad, la funcionalidad y nivel de utilización de sus activos fijos y reestructuraron sus pasivos, debido a la posibilidad de dotar reservas.

En etapas de menor crecimiento, como la verificada desde 1989, la caída de la actividad económica general condiciona el menor volumen de negocio de las empresas, perjudica su posición de liquidez por la acumulación de existencias y la menor utilización de la capacidad instalada, y deteriora el grado de cobertura de los costes de personal y financieros que, en el corto plazo al menos, son insensibles en su nivel a la menor actividad del mercado. La caída subsiguiente de los beneficios corta posteriormente el proceso de reestructuración financiera, y obliga a las empresas a recurrir de nuevo al endeudamiento, lo que penaliza asimismo la generación de beneficios, sobre todo en períodos de elevados tipos de interés, como los que hemos vivido hasta fechas relativamente recientes.

La reactivación de los beneficios empresariales de 1994 y 1995, por último, se produce gracias al tirón del sector exterior y a la recuperación de la actividad de las empresas exportadoras, a la reducción del nivel de empleo por los ajustes previos de plantillas, a la mayor flexibilidad de

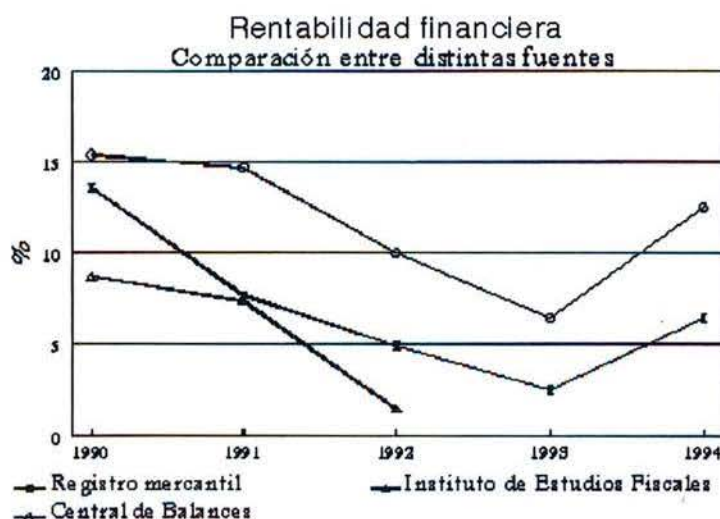
las formas de contratación en el mercado laboral y, en ciertos casos, a la moderación salarial; y, sobre todo, a la ostensible reducción de los tipos de interés. Este proceso, sin embargo, se ha atemperado en el presente año, debido a la desaceleración de la actividad económica, la tendencia al alza de los gastos de personal y la culminación de los ajustes por excedentes de plantillas; pero mantiene las notas favorables de la reducción de los gastos financieros y el mantenimiento de las dotaciones por amortización y saneamiento.

Junto a esa similitud que puede observarse entre las fases de los ciclos del PIB y de los resultados empresariales, se puede destacar también que las variaciones de éstos, al alza y a la baja, han sido bien distintas a lo largo del período considerado. Durante los años ochenta, la reactivación económica general elevaba el beneficio de las empresas, pero a tasas de crecimiento inferiores a las que muestra la reactivación de los últimos años. Las causas, aún siendo muy diversas, pueden circunscribirse a la mayor competitividad del entorno, a las progresivas desregulación y liberalización de la actividad económica y a la mejor posición económico-financiera alcanzada por nuestras empresas. La mayor competitividad, inducida por la apertura de los mercados, fuerza a las empresas a ajustarse más rápidamente a las condiciones del entorno internacional, generalizando los intercambios con el exterior y trasladando al mercado interior la referencia-tope de los precios foráneos. La desregulación y/o la liberalización de los mercados propicia, a su vez, que sean los costes los que deban ajustarse a los precios de los bienes y servicios comercializables, acomodando su evolución a la referencia de las ganancias de productividad. Y las mejoras en la situación económico-financiera de las empresas, conseguidas durante la expansión de los años ochenta, son las que propician, por último, una estructura de costes, laborales y financieros principalmente, más flexible a las condiciones del entorno. Todo lo cual avala la necesidad tanto de la persistencia en las políticas de internacionalización, desregulación y liberalización de nuestra economía como en las de apoyo a la reestructuración económica y financiera de nuestras empresas, sobre todo en aquellos colectivos que puedan estar penalizados por carencias estructurales motivadas por su reducida dimensión.

No obstante lo anterior, que confirma que son todas las que están en relación con su peso en la economía nacional, las 7348 empresas que incluía ya la base de datos de la Central de Balances para el ejercicio 1994, a fecha de septiembre de 1996 (recuérdese su carácter abierto hasta dos años posteriores al de referencia), son sólo el 0.32 por 100 del stock de empresas españolas, que alcanzaban los 2.301.559 unidades, a 1 de enero de 1995, según los datos del Directorio Central de Empresas (DIRCE) del Instituto Nacional de Estadística. Directorio que también estructura las empresas españolas por estratos de dimensión, para evidenciar que sólo 994 de entre ellas superaban en esa fecha los 500 trabajadores en plantilla, 6533 tenían entre 100 y 500 trabajadores, y 2.294.032 (de las que 1.636.094 eran autopatronos) no llegaban a las 100 personas en plantilla. Este minifundismo empresarial español pone de relieve nuestra necesidad de grandes empresas para abordar la competencia en el nuevo entorno integrado de la UE, pero también la percepción sobre la relatividad que introduce la base de datos empleada cuando se pretenden estudiar indicadores empresariales específicos, como puedan ser la rentabilidad, la solvencia y la liquidez, ya que difícilmente se puede decir que estén todas las que son (recuérdese al respecto que la muestra carece de representatividad estadística). Afortunadamente, la progresiva mayor disponibilidad de bases de datos públicas sobre el sector empresarial español nos permite ya indagar sobre esa percepción, para confirmar que no siempre los resultados de las grandes empresas son extrapolables al conjunto de empresas españolas, constituido mayoritariamente por PYME y microempresas.

Una de esas nuevas bases es la de los Registros Mercantiles que, con carácter parcial (sólo 6 Registros en su último Informe publicado) y como contrapunto de su propio agregado, ofrece la Central de Balances, con pequeñas empresas, de menos de 100 trabajadores. El número

de éstas, debido a la cifra limitada de Registros Mercantiles que todavía incluye, a las dificultades de lectura óptica, grabación y tabulación de los datos, y a la disponibilidad y coherencia de los estados contables anuales, es variable según la información que se ofrezca. Si lo limitamos al caso de empresas que ofrecen estados contables completos y coherentes, el año 1994 incluía 9.499 empresas, que representaban el 0,5 por 100 del VABcf del total nacional; un porcentaje que se reducía aún más al considerar también las cifras de empleo, de forma que, en este caso, el número de empresas era tan sólo de 3.618, con una cobertura del 0,3 por 100 del mismo indicador anterior y con un número medio de trabajadores en plantilla de 9 personas. De igual forma, se dispone de otra nueva base, que mantienen el Instituto de Estudios Fiscales y la Agencia Tributaria, basada en la explotación de las declaraciones por diversos impuestos y que diferencia cuatro estratos de dimensión: empresas sin asalariados, microempresas (de 1 a 10 empleados), PYME (de 11 a 100 empleados) y grandes empresas (más de 100 empleados). Tramos que, en 1992, suponían los siguientes porcentajes respectivos del total poblacional (408.064 empresas): 21, 50, 27 y 2 por 100.



La consideración conjunta de esas tres bases de datos permite aproximar el efecto de la inclusión de agregados de PYME cada vez más amplios en el análisis económico-financiero empresarial. La magnitud elegida para la comparación ha sido la única que ofrece cierta homogeneidad entre las tres bases, como es la rentabilidad de los fondos propios antes de impuestos en el estrato de empresas de hasta 100 trabajadores, a partir de la cual se ha elaborado el Gráfico nº 2. Sus líneas de tendencia parecen confirmar, por todas las vías, la incidencia del ciclo económico sobre los excedentes de las pequeñas y medianas empresas. Pero es interesante comprobar cómo las cifras de la rentabilidad financiera son tanto mayores cuanto menor es el agregado de PYME que se considera.

La Central de Balances incluye, como ya se ha visto, el menor número de PYME de las tres bases, y tan sólo las que del colectivo total de empresas deciden responder voluntariamente a su solicitud de información. Este procedimiento de formación del agregado induce a pensar en un sesgo optimista de sus resultados, que ahora parece confirmarse, ya sea porque sólo tenderán a responder las mayores PYME, ya sea porque lo harán en mayor medida las que obtengan resultados favorables. Los Registros Mercantiles suponen una base de inclusión obligada para las empresas que verifiquen una serie de requisitos de dimensión y, pese al incumplimiento demasiado generalizado de la obligación registral por las empresas españolas, implica un mayor número de empresas formando parte del correspondiente agregado. En él se incluyen más PYME y con mayores variabilidades en sus resultados; y de ahí precisamente la menor rentabilidad que muestra este agregado, aunque su tendencia siga fielmente la marcada por la Central de Balances. Por último, la inclusión en la base del Instituto de Estudios Fiscales representa el mayor grado de obligatoriedad para las empresas, ya que se fundamenta, entre otras fuentes, en las declaraciones del Impuesto de Sociedades. En este caso, las empresas con beneficios reducidos o con pérdidas tienen incluso incentivos para hacer patente su situación ante la Hacienda Pública, y en el agregado se incluyen PYME que parten de la dimensión más reducida, como es la de los autopatronos. Tal es el motivo plausible por el que la rentabilidad del agregado de PYME de menos de 100 trabajadores (en el que no se han incluido las empresas sin asalariados, para facilitar la comparabilidad) ofrezca la misma tendencia que las otras bases, pero con niveles de rentabilidad todavía inferiores.

He aquí, en suma, algunos elementos para el debate sobre las posibilidades de las bases de datos para el diagnóstico de las empresas españolas: continuar con el uso reiterado y exclusivo de la Central de Balances del Banco de España, que refleja adecuadamente la evolución de las mayores empresas y, a su través, la de las magnitudes macroeconómicas; o bien recurrir cada vez en mayor medida a otras bases, afortunadamente ya disponibles, para recoger la situación y los resultados del colectivo total de empresas españolas, sobre todo de PYME, que habrían de caracterizarse, además, según el criterio definido por la UE de no superar las 250 personas en plantilla. Tal vez el debate sea ficticio, debido a la conveniencia de implantar, como en tantos otros casos, una solución ecléctica; pero la reflexión de los analistas sobre su trasfondo parece necesaria, al menos cada vez que se hable, en general, de la situación de las empresas españolas.

**TRABAJOS DE INVESTIGACIÓN DE INTERÉS PARA
LOS ANALISTAS DE LA COYUNTURA ECONÓMICA**

LA VALORACIÓN DE OPCIONES SOBRE TIPOS DE INTERÉS CON SALTOS

Referencias

Moreno, M. y J. I. Peña (1996), "On the Term Structure of Interbank Interest Rates: Jump-diffusion Processes and Option Pricing". *Forecasting Financial Markets: Exchange Rates, Interest Rates and Asset Management*. Edited by C. Dunis, pp 159-180. John Wiley & Sons.

Los mercados de derivados sobre activos cuyo valor depende de los tipos de interés (bonos, letras) son probablemente los de mayor importancia internacional, en términos de volumen negociado, en los últimos años. Por tanto, la valoración correcta de opciones sobre tipos de interés se presenta como una de las áreas de mayor interés aplicado dentro de las Finanzas. En un reciente trabajo, Moreno y Peña (1996) muestran los efectos que sobre la valoración de opciones sobre tipos de interés tiene el hecho de que la variable fundamental (el tipo de interés a corto plazo) esté sujeta a intervenciones por parte de la autoridad monetaria. Analizando datos del mercado Interbancario español, estos autores encuentran efectos importantes de las intervenciones del Banco de España sobre los tipos de interés a corto plazo, básicamente sobre el tipo día a día. Estas intervenciones sobre los tipos de interés se transmiten, en forma de efectos significativos, a la valoración de opciones sobre bonos. Estos efectos se reflejan en incrementos significativos del precio de las opciones de compra (call) sobre bonos y otros activos que dependen de los tipos de interés. También se detectan efectos significativos sobre las opciones de venta (put) aunque en este caso, el efecto puede ser de incremento o decremento del precio de las primas en función del nivel existente de tipos.

Las consecuencias prácticas de este estudio son las siguientes. Aquellos agentes interesados en negociar con opciones sobre tipos de interés deben tener en cuenta si el tipo de interés básico es un objetivo de política monetaria y por tanto esta sujeto a las intervenciones del banco central (presenta "saltos" en su evolución). Si este es el caso, los precios de las opciones sobre activos cuyo valor depende de los tipos de interés, deben incluir este efecto, que ocasiona, en general, un incremento del precio de las opciones de compra y un incremento o decremento (según el nivel de los tipos) de las opciones de venta. Estas diferencias de precios con respecto a los obtenidos por modelos estándar (Cox-Ingersoll-Ross, etc.) pueden ser del orden del 30% según la magnitud y tipo de las intervenciones.

NO LACK OF RELATIVE POWER OF THE D-F TESTS FOR UNIT ROOTS

(Potencia relativa de los t-tests para discernir entre modelos con tendencias estocásticas o determinísticas)

Jesús Gonzalo y Tae-Hwy Lee

WP 95-39 (11) de la serie Estadística y Econometría de la Universidad Carlos III de Madrid. Publicado en el Journal of Time Series vol 17, January 1996 (37-47).

La mayoría de las series macro-económicas presentan un componente tendencial. Esta tendencia se puede modelar de forma estocástica, como un paseo aleatorio o de forma determinística, como un polinomio en el tiempo. Una de las grandes diferencias entre una modelización u otra radica en el efecto que tienen los "shocks" en el largo plazo. Si se admite un modelo con raíz unitaria (paseo aleatorio) se está admitiendo que existen "shocks" que tienen un efecto permanente o de largo plazo. Por el contrario en un modelo con una tendencia determinística los shocks solamente pueden tener un efecto transitorio o de corto plazo, nunca permanente.

La forma mas popular de discernir entre estos dos tipos de modelizaciones es vía un contraste de raíces unitarias (contraste de Dickey-Fuller (D-F)). En los últimos 15 años la macro-economía aplicada, usando estos contrastes se ha inclinado en la mayoría de las series económicas, hacia los modelos con raíces unitarias. La gran crítica de estos contrastes, que ha producido una cantidad exagerada de artículos, es su falta de potencia, lo que hace que muchas veces se admita la existencia de una raíz unitaria cuando en verdad no existe. Este trabajo muestra que la potencia de los contrastes de raíces unitarias es similar y muchas veces mayor que la potencia de los tests mas comunmente usados para contrastar la significatividad de cualquier parámetro en un modelo estacionario. Si en este último caso nadie critica la poca potencia, por ejemplo, de los test tipo t-student, este trabajo demuestra que no tiene sentido que se critique estos mismos t-tests (D-F tests) cuando se usan para contrastar la existencia de una raíz unitaria.

BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO

*Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico
Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía
Universidad Carlos III de Madrid.*

SUSCRIPCIÓN PARA LOS RESTANTES MESES DE 1996

NOMBRE Y APELLIDOS:
DIRECCIÓN
POBLACIÓN
TELÉFONO FAX
N.I.F. FECHA.

TARIFAS GENERALES

	1997	Con acceso a la publicación en Internet
I. Suscripción a la actualización por fax de las predicciones y del diagnóstico a las 12 horas de publicarse el IPC ...	75.000 pts []	86.000 pts []
II. Suscripción al BOLETIN IPC Documento mensual ..	54.000 pts []	65.000 pts []
III. Suscripción conjunta a I y II	108.000 pts []	128.000 pts []
Si se realiza la suscripción antes del 10 de diciembre ..	95.000 pts []	113.000 pts []
IV. PREDICCIÓN Y DIAGNOSTICO	15.000 pts []	

(*) Todos los precios incluyen el I.V.A.

MODO DE PAGO

[] Adjunto talón bancario nominativo a Universidad Carlos III de Madrid por ptas.....

Enviar a la atención de Edita Pereira Omil. Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía. Universidad Carlos III de Madrid. Calle Madrid 126. 28903 Getafe. Madrid. Las consultas sobre estas suscripciones pueden realizarse a la misma persona en el teléfono 6249889, fax 6249305, o por correo electrónico epereira@est-econ.uc3m.es.

Temas tratados en números anteriores del BOLETIN IPC:

- * Valoración del impacto de los cambios en la imposición indirecta y en las contribuciones a la seguridad social. (nº 6).
- * Importancia de la composición del crecimiento mensual del IPC. (nº 8, pgs. 8-10).
- * Evolución de las perspectivas inflacionistas para 1995 estimadas y la política de tipos de interés seguida por el Banco de España. (nº 10, pgs. 16-20).
- * Expectativas de inflación y tipos de interés (nº 11, pgs. 7-11)
- * Política monetaria e inflación: predicciones macroeconómicas globales y predicciones condicionales de inflación (nº 12, pgs. 9-14).
- * La función de reacción del Banco de España (nº 16, pgs. 10 a 15).
- * El nuevo índice de precios al consumo transitorio (nº 17, pgs. 18-20).
- * Los componentes cíclicos del IPC y un indicador de inflación tendencial (nº 18, pgs. 25-26).
- * La política económica ante la inflación, el crecimiento económico y el paro (nº 19, pgs. 25-29).
- * La necesidad de una política económica global para luchar contra la inflación (nº 20, pgs. 14-19).
- * Las presiones inflacionistas son un factor diferenciador importante de la evolución económica española respecto a la europea (nº 21, pgs. 13-16).
- * Un análisis desglosado de los precios de los servicios y consideraciones sobre la dependencia de los precios de las manufacturas con el tipo de cambio (nº 22, pgs. 17-21).
- * Inflación y políticas económicas a corto plazo integradas en planes consensuados de acción a medio plazo (nº 22, pgs. 17-21).
- * Inflación, política económica y pacto social (nº 23, pgs. 12-13).
- * Estimación del valor de la tasa con la que se fijará el objetivo de inflación de Maastricht (nº 24, pgs. 12-13).
- * ¿Que objetivo de inflación para 1998 existe tras la política monetaria del Banco de España? (nº 24, pgs. 13-15)
- * El presupuesto de 1997: el reto del rigor de los procedimientos presupuestarios de control de gasto para ganar credibilidad (nº 25, pgs. 15-21)

Selección de Temas a Debate aparecidos en números anteriores del BOLETIN IPC:

- * Barca, J., "Plan de convergencia en cuanto a déficit público y la necesidad de reformas estructurales". (nº 15, pgs. 30-33).
- * Rubio, G., "¿Es siempre lo más caro lo mejor?. Los fondos de pensión y las comisiones de gestión y depósito". (nº 17, pgs. 25-29).
- * Pastor, A., "Inflación y medidas estructurales". (nº 18, pgs. 25-26).
- * Herce, J.A., "Gasto en pensiones y convergencia en déficit". (nº 19, pgs. 28-30).
- * Albi, E., "Financiación autonómica". (nº 20, pgs. 28-31).
- * Parejo, L., "La economía y el futuro del Estado". (nº 21, pgs. 26-32).
- * Jimenez, S., "Hacia dos décadas de negociación colectiva: antecedentes, estado y perspectivas". (nº 22, pgs. 29-32).
- * Betancourt, A., "La independencia del Banco de España". (nº 24, pgs. 27-36).
- * Ontiveros, E., "Privatizaciones y sistema bancario". (nº 25, pgs. 31-33).

Otras publicaciones sobre la inflación realizadas por el "LABORATORIO DE PREDICCIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO" de la Universidad Carlos III de Madrid:

- * Espasa, A. y Lorenzo, F. (1995a), "Una propuesta de análisis desagregado de la inflación a través de indicadores adelantados", *Papeles de Economía Española*, 62, pgs. 308-320.
- * Espasa, A., Lorenzo, F. y Escribano, C. (1995), "La predicción de la inflación como base para un diagnóstico actualizado. Un análisis sobre la inflación española", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, nº 1 y 2: El problema de la inflación en España, pgs. 331-366.

**Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico. Instituto Flores de Lemus.
Universidad Carlos III de Madrid**